



جامعة قاصدي مرباح _ ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير، علوم تجارية

تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

العلاقة بين أداء صناديق الاستثمار وسيولة سوق الأوراق المالية

- دراسة حالة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة (2012 - 2022) -

من إعداد الطالبتين: بوعكة حياة، بونافي فتيحة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2023/06 /19

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

أ/ عماني لمياء

(أستاذ- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/ كبحلي عائشة سلمى

(أستاذ محاضر "ب"- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

أ/ حججاج نفيسة

السنة الجامعية: 2023/2022



جامعة قاصدي مرباح _ ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير، علوم تجارية

تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

العلاقة بين أداء صناديق الاستثمار وسيولة سوق الأوراق المالية

- دراسة حالة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة (2012 - 2022) -

من إعداد الطالبتين: بوعكة حياة، بونافي فتيحة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 19 / 06 / 2023

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

أ/ عماني لمياء

(أستاذ- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/ كيجلي عائشة سلمى

(أستاذ محاضر "ب" - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

أ/ حجاج نفيسة

السنة الجامعية: 2022/2023

الإهداء

إلي التي تعطي ولا تنتظر مقابل العطاء

إلي مصدر الأمان والضوء في الحياة

إلي من جعل الله الجنة تحت قدميها.....

" إلي أُمي الحبيبة حفظها الله "

إلي أغلى إنسان في حياتي.....

إلي من كان دافعا لي دوما نحو التفوق والتميز.....

إلي من أشتاق أن أرمي رأسي على كتفه كلما ضاقت بي الدنيا.....

" إلي أبي الحبيب رحمه الله وجعل مثواه الجنة "

إلي أعظم وأرق وأصدق روح.....

" إلي جدي العزيز رحمه الله وجعل مثواه الجنة "

إلي من هم العز الدائم والحنان الجميل واللفظ الذي لا يعوض

" إلي أخوتي وأخواتي الأعزاء "

إلي من كانوا لي القدوة الحسنة والمنارة التي تنير طريقي نحو العلم والمعرفة.....

"إلي أساتذتي الكرام"

إلي من سرنا سويا ونحن نشق الطريق معا نحو النجاح والإبداع.....

"إلي زملائي وزميلاتي"

إلي كل الأشخاص الذين أحمل لهم المحبة والتقدير.....إلي كل من نسيه القلم وحفظه القلب

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع.

بوعدة حياة

الإهداء

"لله الشكر كله أن وفقني لهذه اللحظة، فالحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على نبيه الكريم".

من قال أنا لها "نالها" وأنا وإن أبت رغماً عنها أتيت بها.

إلى الأيادي الطاهرة التي أزلت من طريقي أشواك الفشل ...

إلى من ساندني بكل حب عند ضعفي ...

إلى من رسمو لي المستقبل بخطوط من الثقة والحب ...

إليكم عائلتي ...

أهدي فرحة تخرجني إلى تلك الإنسانية العظيمة التي لطالما تمننت أن تقر عينها برؤيتي في يوم كهذا ... أمي

وإلى من كلل العرق جبينه وعلمني أن النجاح لا يأتي إلا بالصبر والإصرار.. أبي

وإلى الشموع التي تنير طريقي (أخواني وإخوتي) وإلى روح المرحوم الغالي (أخي بلال) رحمه الله واسكنه فسيح جناته..

وبالأخص سندي بالحياة (أختي آية) التي كان لها بالغ الأثر في إزالة الكثير من العقبات والصعاب فكانت ظلي حين يصيبني التعب ورفيقي في هذا النجاح.

وإلى أولئك الذين يفرحهم نجاحنا ويحزنهم فشلنا (إلى الأقارب والأصدقاء) قلبا ودما ووفاء.

وإلى جميع أستاذتي الكرام ممن لم يتوانوا في مد يد العون لي..

أهدي إليكم جميعاً ثواب هذا الجهد والبحث فجزاكم الله كل خير وأثابكم خير الجزاء.

بونافي فتيحة

شكر وتقدير

اللهم لك الحمد والشكر في الأولى ولك الحمد والشكر في الآخرة ولك الحمد والشكر من قبل ولك الحمد والشكر من بعد، وأناة الليل وأطراف النهار وفي كل حين ودائما وأبدا، نحمده ونشكره على عونه أن أكرمنا وشد عزمنا لإكمال هذه الدراسة، ومن قولي رسولنا الكريم عليه أفضل الصلاة والسلام: "من لم يشكر الناس لن يشكر الله".

تتسابق الكلمات، وتتزاحم العبارات، لتنظم عقد الشكر الذي لا يستحقه إلا أنت، إليكي يا من كان لها قدم السبق في ركب العلم والتعليم، إليكي يا من بذلت ولم تنتظري العطاء، إليكي نهدي عبارات الشكر والتقدير للمشرفتنا الدكتورة الفاضلة "كيعلي عائشة سلمى" لإرشاداتها ونصائحها وتوجيهاتها القيمة، وكذلك نخصوا بذكر جميع أستاذتنا الفاضلين لكم منا كل الثناء والتقدير، بعدد قطرات المطر، وألوان الزهر، وشذى العطر على جهودكم الثمينة والقيمة.

ملخص:

جاءت هذه الدراسة مستهدفة معرفة كيفية تأثير أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة الممتدة من الثلاثي الأول 2012 إلى غاية الثلاثي الرابع 2022، ومن أجل تحديد هذا تأثير حاولنا نمذجة المعطيات المتوفرة لدينا من خلال الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL حيث تضمن النموذج سيولة سوق الأسهم كمتغير تابع و(عدد صناديق الاستثمار، إجمالي أصول صناديق الاستثمار) كمتغيرات مستقلة.

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها وجود علاقة توازنية تكاملية في الأجل الطويل بين معدل دوران الأسهم ومؤشري صناديق الاستثمار، كما أن إجمالي أصول صناديق الاستثمار تؤثر بشكل إيجابي على معدل دوران الأسهم، كما أظهر النموذج المعتمد أن عدد صناديق الاستثمار تؤثر بشكل سلبي على معدل دوران الأسهم.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، سيولة، سوق الأسهم الكويتي، ARDL.

Abstract:

This study aims to find out how the performance of investment funds affects the liquidity of the Kuwaiti stock market during the period extending from the first quarter of 2012 to the fourth quarter of 2022, and in order to determine this effect, we tried to model the data available to us through the automatic regression model of distributed lag (ARDL), where the model considers stock market liquidity as a dependent variable and (number of mutual funds, total assets of mutual funds) as independent variables.

The study reached a set of conclusions, the most important of which is the existence of a balanced and integrated relationship in the long run between the turnover ratio of stocks and investment fund indices. Moreover, total mutual fund assets that are six quarters in arrears (that is, one and a half years in arrears) positively affect equity turnover. Moreover, the applied model showed that the number of mutual funds that are four quarters in arrears (that is, one year in arrears) negatively affects the equity turnover ratio as well.

Keywords: investment funds, liquidity, kuwait stock market, ARDL.

قائمة المحتويات

الإهداء	III
شكر وتقدير	V
ملخص	VI
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال	IX
قائمة الاختصارات والرموز	X
قائمة الملاحق	XI
مقدمة	أ
الفصل الأول: التأسيس النظري لسوق الأوراق المالية وسيولتها وصناديق الاستثمار	1
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية وسيولتها	3
المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار	16
المبحث الثالث: مراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة	44
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لانعكاسات أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي	58
المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة لدراسة انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي	60
المبحث الثاني: قياس انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثالثي الرابع 2022)	63
خاتمة	83
قائمة المراجع	86
قائمة الملاحق	95
الفهرس	100

قائمة الجداول

- الجدول (1.1): مقارنة الدراسات السابقة 53
- الجدول (1.2): نتائج تقدير معادلة الانحدار الخطي المتعدد 68
- الجدول (2.2): نتائج اختبارات جذر الوحدة (UNIT ROOT TEST) باستخدام ADF 69
- الجدول (3.2): نتائج اختبارات جذر الوحدة (UNIT ROOT TEST) باستخدام PP 70
- الجدول (4.2): نتائج تقدير نموذج ARDL بالإبطاء (2,7,4) 71
- الجدول (5.2): اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (BOUNDS TEST) 74
- الجدول (6.2): تقدير نموذج تصحيح الخطأ (EC) ومعلمات العلاقة قصيرة الأجل 75
- الجدول (7.2): تقدير معلمات علاقة التكامل المشترك في الأجل الطويل 76
- الجدول (8.2): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء 78
- الجدول (9.2): نتائج اختبار عدم ثبات التباين 79

قائمة الأشكال

- الشكل (1.1): أهم مكونات سوق الأوراق المالية 4
- الشكل (2.1): آلية عمل صناديق الاستثمار 19
- الشكل (3.1): أنواع صناديق الاستثمار 25
- الشكل (1.2): تحليل تطور معدل دوران الأسهم TRATIO خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 – الثلاثي الرابع 2022) 64
- الشكل (2.2): تحليل تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 – الثلاثي الرابع 2022) 65
- الشكل (3.2): تحليل تطور عدد صناديق الاستثمار NF خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 – الثلاثي الرابع 2022) 66
- الشكل (4.2): درجة الإبطاء المتلى حسب معيار AIC 73
- الشكل (5.2): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي 77
- الشكل (6.2): نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM) 79
- الشكل (7.2): نتائج اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM OF SQUARES) 80

قائمة الاختصارات والرموز

باللغة الإنجليزية	المختصر	المصطلحات بالعربية
AutoRegressive Distributed Lag	ARDL	نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة
Augmented Dickey-Fuller	ADF	اختبار ديكي فولر الموسع
Phillips & Perron	PP	اختبار فلييس وبيرون
Error Correction	EC	نموذج تصحيح الخطأ

قائمة الملاحق

- 96 الملحق (1): متغيرات الدراسة
- 97 الملحق (2): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع ADF
- 98 الملحق (3): نتائج اختبار فليب بيرون PP
- 98 الملحق (4): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء
- 99 الملحق (5): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

مقدمة

أ. تمهيد:

تشكل السوق المالية جزءاً من النظام المالي التي بدورها تمثل المرآة الكاشفة للحالة الاقتصادية للدولة فإن نجاح النظام الاقتصادي في وقتنا الحاضر أصبح مرهوناً بمدى فعالية ونجاعة النظام المالي للدولة ومدى قدرته على تمويل التنمية الاقتصادية الشاملة.

تعد سوق الأوراق المالية من أهم مكونات السوق المالي من خلال ما توفره من سيولة من أصحاب الفائض وتوجيهها إلى أصحاب العجز المالي، وقد ساهمت هذه الأسواق بشكل إيجابي ومضطرد في تحسين عائدات المستثمرين فيها وكان لتطور وسائل الاستثمار وتنوع العقود المالية وما قابله من افتقار بعض أصحاب رؤوس الأموال والمدخرين للخبرة اللازمة لاستثمار أموالهم ومدخراتهم بأنفسهم أثره المباشر في انجذابهم لاستحداث أداة استثمارية مهمة وهي الصناديق الاستثمارية القادرة على تنمية استثماراتهم وتقليل مخاطرها.

وتعتبر صناديق الاستثمار أحد الأدوات المالية التي يتم تداولها داخل سوق الأوراق المالية، إذ تلعب دوراً في جلب وتجميع المدخرات من عند المستثمرين وخاصة المستثمرين الصغار، حيث تتيح لهم الفرصة للولوج إلى داخل السوق من أجل الاستثمار تحت إشراف وتسيير من طرف جهات متخصصة في إدارة الاستثمار، وذلك من أجل الحصول على عائد مقبول في ظل مخاطر متدنية.

كما تساهم هذه الصناديق في تنشيط وزيادة حركة أسواق الأوراق المالية من خلال طرحها لوحدة الاستثمار إلى المستثمرين لشرائها ثم تقوم بعد ذلك باستثمار تلك الأموال في سلة من الأوراق المالية في السوق.

وهذا ما يلاحظ في الصناديق الاستثمارية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية الكويتية، إذ يعتبر هذا الأخير من بين أوائل الأسواق المالية المتداولة في الوطن العربي من حيث حركة التداول، كما أنه يمتاز بتعدد والتنوع من حيث الأدوات المالية المتداولة فيه.

ب. الإشكالية:

وعلى ضوء ما سبق يمكننا صياغة إشكالية دراستنا في السؤال المحوري التالي:

كيف ينعكس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012-
الثلاثي الرابع 2022)؟

ويتفرع من السؤال الرئيسي السابق أسئلة فرعية نوردتها كالتالي:

1. ما طبيعة العلاقة بين صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية؟
2. هل يؤثر عدد صناديق الاستثمار وإجمالي أصول صناديق الاستثمار بشكل إيجابي على مؤشر سيولة سوق الأسهم الكويتي في الأجل القصير خلال فترة الدراسة؟
3. هل توجد علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشري أداء صناديق الاستثمار ومؤشر سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال فترة الدراسة؟

ت. الفرضيات الدراسية:

اعتمدنا في بحثنا هذا على مجموعة من الفرضيات تمثلت في:

1. تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط وزيادة سيولة سوق الأوراق المالية باعتبارها أحد العوامل الرئيسية فيه.
2. يؤثر عدد صناديق الاستثمار وإجمالي أصول صناديق الاستثمار على مؤشر سيولة سوق الأسهم الكويتي في الأجل القصير بشكل إيجابي خلال فترة الدراسة.
3. توجد علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشري أداء صناديق الاستثمار ومؤشر سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال فترة الدراسة.

ث. دوافع اختيار الموضوع:

هناك عدة دوافع دعتنا إلى اختيار هذا الموضوع وأهمها:

- لكسب المعرفة العلمية.
- حداثة موضوع صناديق الاستثمار.
- نمو وانتشار صناديق الاستثمار في مجال الاقتصادي.
- الاقتناع التام بأهمية الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تطوير أسواق الأوراق المالية وزيادة كفاءتها.

ج. أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- إبراز ماهية سوق الأوراق المالية وإجراءات التعاملات فيها، وكذلك أهم الأدوات المتداولة فيها.
- إلقاء الضوء على صناديق الاستثمار وأهميتها في السوق الأوراق المالية.
- تقديم توضيح كافي لتجربة سوق الأوراق المالية الكويتية في مجال الصناديق الاستثمارية.
- التعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين مؤشرات أداء صناديق الاستثمار ومؤشر سيولة سوق الأسهم الكويتي.

ح. أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة من المكانة والدور الاستراتيجي الذي تؤديه صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث توفر هذه الصناديق للمستثمرين ذوي المدخرات المحدودة فرصة استثمارية ملائمة، كما لا تعتبر محدودية الموارد السبب الوحيد للإحجام عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية، إذ قد تتوفر تلك الموارد وتنعدم الخبرة والمهارة الأزمتين من أجل اختيار وإدارة هذا المزيج من الأوراق المالية. وعليه وتلبية لاحتياجات هؤلاء المستثمرين فإنه هناك ضرورة لتكوين أدوات مالية كصناديق الاستثمار التي تعمل على أساس اعتبارات الاستثمار من كفاءة، أمان وتنوع وسيولة.

خ. حدود الدراسة:

من أجل الإلمام بإشكالية الدراسة وفهم مختلف جوانبها حددنا دراستنا كما يلي:

- الحدود المكانية: لقد تم إسقاط الجانب التطبيقي لهذه الدراسة في سوق الأسهم الكويتي.

- الحدود الزمنية: تمتد الدراسة خلال الفترة من الثلاثي الأول 2012 إلى غاية الثلاثي الرابع 2022.

د. المنهجية المراد استخدامها:

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة وتساؤلاتها، وللوصول إلى أهداف الدراسة اعتمدنا المنهج الوصفي لعرض المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية وسيولتها وصناديق الاستثمار، ومنهج دراسة الحالة بالاعتماد على أدوات قياسية من أجل معرفة انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي.

ذ. صعوبات الدراسة:

لا تخلو الدراسات البحثية من الصعوبات والعوائق خاصة في البحث العلمي، وأهم الصعوبات التي واجهتنا في دراستنا ما يلي:

- ندرة المعلومات المتعلقة بصناديق الاستثمار في الكويت.

- صعوبة تطبيق الأساليب الإحصائية.

ر. هيكل الدراسة:

بغية الوصول إلى النتائج المرجوة وفقاً لمنهجية علمية، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة ومنتهاين بخاتمة، احتوت الفصول على ما يلي:

- **الفصل الأول:** هذا الفصل تعلق بالجانب النظري للدراسة، بحيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث حيث يحتوي المبحث الأول على الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية وسيولتها، أما بالنسبة للمبحث الثاني تضمن الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار، أما المبحث الثالث يحتوي على مراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة مع عرضها وإظهار ما يميز دراستنا عن غيرها من الدراسات.

- **الفصل الثاني:** وهو متعلق بالجانب التطبيقي، بحيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لعرض مجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى الأدوات والطريقة المستخدمة في الدراسة، أما المبحث الثاني خصص لقياس انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة الدراسية.

الفصل الأول: التأسيس النظري لسوق
الأوراق المالية وسيولتها وصناديق
الاستثمار

تمهيد:

يعد سوق الأوراق المالية نظام يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي، ومن خلال هذه السوق يقوم الأفراد والشركات باستثمار أموالهم بغرض تعظيم عوائدهم مقابل تقليل مخاطرتهم.

إلا أن الاستثمار في الأوراق المالية التي يتم تداولها مثل الأسهم والسندات، وغيرها من الأصول المالية الأخرى المعدة للاستثمار يحتاج إلي دراية وخبرة كافية بأحوال السوق والتي تمكن من اختيار المناسب من هذه الأوراق والأصول المختلفة، و تساعد على تكوين محفظة متوازنة للأوراق المالية يمكن الاستفادة منها والتعامل بها في الوقت المناسب للاستفادة من الفرص المتاحة لتحقيق أرباح منها.

وهذا ما توفره صناديق الاستثمار كونها وسيلة حديثة في سوق الأوراق المالية من خلال تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين لتعيد استثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية وهذا باعتمادها في إدارتها على خبرات إدارية محترفة.

وستقوم بتقسيم هذا الفصل إلي ثلاثة مباحث كما يلي:

- ✓ المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية وسيولتها.
- ✓ المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار.
- ✓ المبحث الثالث: مراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية وسيولتها

تمثل أسواق الأوراق المالية بالشكل العام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين متضادتين في الموضوع، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول آجال التمويل فيها، ومع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة مطلقة بسرعة ويسر نسبيين.

المطلب الأول: المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية

يعمل سوق الأوراق المالية على تجميع المدخرات المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة، بحيث يعتبر السوق كفاءاً إذا ما توافرت فيه المعلومات بشفافية ولجميع الأفراد دون تمييز، وعليه سنتطرق في هذا المطلب على ماهيته وكفاءته.

الفرع الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية وأهم مكوناته

1. تعريف سوق الأوراق المالية:

ولقد تعددت التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية نذكر من بينها ما يلي:

التعريف الأول: هو الإطار الذي يتم وفقه إصدار أدوات مالية طويلة الأجل من طرف أصحاب العجز ثم اقتناؤها وتداولها عبر قنوات اتصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة¹.

التعريف الثاني: هي سوق مستمرة ثابتة في المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ثابتة ولوائح محددة².

التعريف الثالث: السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد يعرف باسم (البورصة)، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية³.

من خلال التعاريف التي سبق ذكرها يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن سوق منظمة (البورصة) وغير منظمة (خارج نطاق البورصة)، حيث يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً وذلك عن طريق سماسة محترفين ومتخصصين وبهذا يعتبر حلقة وصل بين فئات الفائض وفئات العجز المالي وكفاءته.

¹ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات -، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الجزائر، 2019، ص 93.

² صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية الأهمية الأهداف السبل مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر، مصر، 2003، ص 15.

³ مناصرة خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص 101.

2. أهم مكونات سوق الأوراق المالية:

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولي يسمى سوق الإصدار وسوق ثانوي يسمى سوق التداول.

1.2.1. السوق الأولي (سوق الإصدار): وهو السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين المدين والدائن أو الشركة المصدرة للسهم والشخص المكتتب به لأول مرة وبالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة.

إذن هي السوق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة لذا سميت بسوق الإصدار ولا تكون مفتوحة على الجمهور ولا يتم تداول الأوراق المالية في هذه السوق.

2.2.2. السوق الثانوي (سوق التداول): وفيه يتم التعامل بالأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي، ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين، وهو سوق مفتوح على الجمهور من أجل القيام بعملية تداول الأوراق المالية المصدرة، وهنا نميز بين نوعين من الأسواق: منظمة وغير منظمة.

1.2.2.1. السوق المنظمة: ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية، وهي عبارة مكان محدد مخصص لتداول الأوراق المختلفة بيعاً وشراءً، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون، محاطة بشفافية للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر.

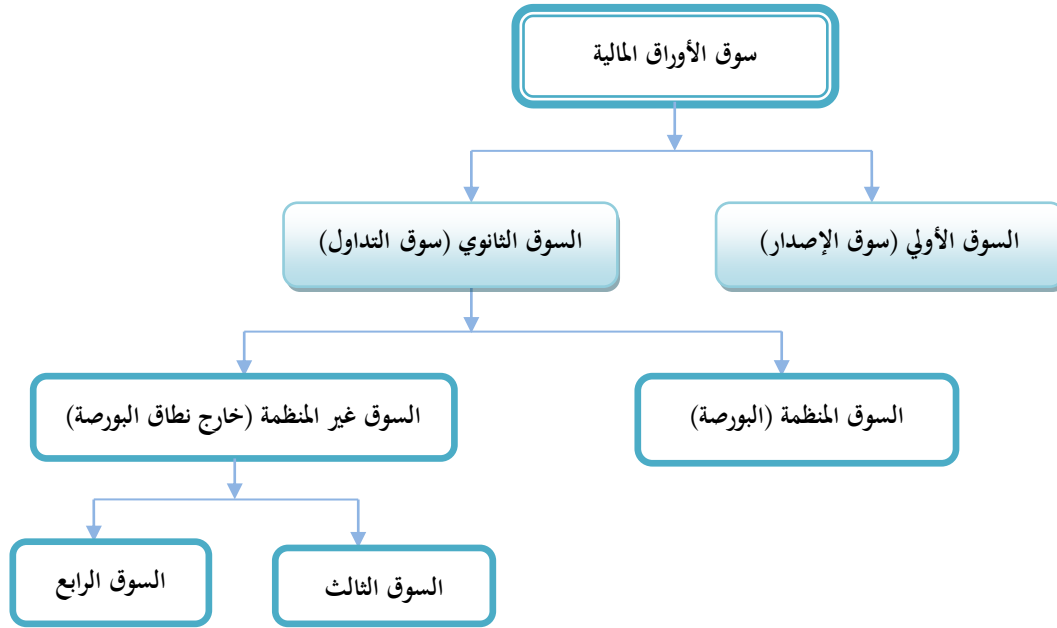
2.2.2.2. السوق غير المنظمة: هي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية خارج السوق المنظمة (البورصة)، وهذا التعامل يتم من خلال بيوت السمسرة المنتشرة في مواقع مختلفة من جميع أنحاء العالم، أو بالاتصال المباشر بين المستثمرين ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، حيث تتم من خلال شبكة اتصالات متطورة، ومن هذا المنطلق نميز سوقين يبنثقان عن السوق غير المنظمة هما السوق الثالث والسوق الرابع.

1.2.2.2.1. السوق الثالث: هي سوق غير منظمة وتتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، وتمثل هذه البيوت في واقع الأمر أسواق مستمرة ودائمة لشراء الأوراق المالية أو بيعها وبأية كمية مهما كبر حجمها أو صغر، أما الأفراد المتعاملون فيها فنجد المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبيوت السمسرة التي ليس لها ممثلون في السوق المنظمة.

2.2.2.2.2. السوق الرابع: وهو سوق غير منظم ويقوم بعمليات البيع والشراء بكميات كبيرة عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين، وليس من خلال السماسرة ويتم التعامل فيها بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية، وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات⁴.

الشكل رقم (1.1): أهم مكونات سوق الأوراق المالية

⁴ بصبري محفوظ، أثر تحديث بنوك الإستثمار على أداء سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر-3، الجزائر، 2017-2018، ص15.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات سابقة الذكر

ثانيا: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

1. خصائص سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نوجزها كما يلي:

- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين.
- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.
- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت.
- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

- تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية⁵.

2. وظائف سوق الأوراق المالية:

- إيجاد حلقة فعالة بين البائعين والمشتريين الأمر الذي ييسر الاستثمار والتمويل للإقراض.
- تشجيع الادخار وذلك بفتح مجالات واسعة أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمار ملائمة.
- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية الأمر الذي يولد عائداً ملائماً للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي.
- وجود سوق يساعد السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في العملة الاقتصادية.
- توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة⁶.

الفرع الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يعرف منير إبراهيم هندی كفاءة سوق الأوراق المالية (Efficient Market) على أنه "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس تماماً قيمته الحقيقية (Intrinsic Value) التي يتولد عنها عائداً يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائداً على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه".

ويعرف مثنى عبد الإله ناصر السوق الكفاء هو الذي "يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتحذر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة

⁵ بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة حالة بورصة تونس، شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص 25-26.

⁶ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون ومزوعون، الأردن، 2010، ص 63.

ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها"⁷.

وانطلاقاً مما سبق يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية الكفاء هو الذي يكون فيه سعر السهم يعكس كافة المعلومات المتدفقة إلى السوق وكذلك أن يعكس هذا الأخير توقعات المستثمرين حول العوائد المستقبلية والمخاطر المرتبطة به، فهذا يؤدي في الأخير إلى تساوي كل من القيمة السوقية والقيمة الحقيقية لسهم.

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء

يتميز سوق الأوراق المالية الكفاء بالخصائص التالية:

- عدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعاملات أو ضرائب، الأمر الذي يوفر المنافسة الكاملة في السوق وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية متمثلة في الشركات القابضة.
- كفاءة التشغيل: فلا بد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير.
- كفاءة الأسعار: أي أن سعر الورقة المالية بناء على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات.
- الأمن: أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.
- العقلانية: واتصاف المستثمرين بالرشد حيث يجب أن يكون المتعاملون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من استثمار ثرواتهم.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم بسهولة ودون شروط⁸.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تصنف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى ثلاثة أصناف وهي الأكثر والأوسع استخداماً وتتمثل في أدوات الملكية وأدوات الدين بالإضافة إلى ما تم استحداثه في مجال الأوراق المالية من أدوات تسمى المشتقات المالية، ولهذا سنتطرق من خلال هذا المطلب للأدوات المالية المتداولة في هذه السوق.

الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

أولاً: مفهوم الأسهم

⁷ مفتاح صالح، معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر- بسكرة، العدد 07، 2009-2010، ص 181-182.

⁸ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2007، ص 37.

عرفت الأسهم على أنها: "صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لا سيما حقه في الأرباح"⁹.

وأيضاً يمكن تعريف الأسهم على أنها: "الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة، ويتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة"¹⁰.

ومن خلال ما تقدم نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول تعبر عن مساهمة مالكها في شركة ما فهي التي تعطي لهذا المساهم إثباتاً لحقه، كما يخول لحاملها الاستفادة من أصول أو أرباح هذه الشركة حسب قيمة السهم.

وللسهم قيم مختلفة كالتالي:

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادر للمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة.
- **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون أكثر منها، ولا تجيز معظم الأنظمة أن تكون أقل.
- **القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة - بعد خصم التزاماتها - على عدد الأسهم المصدرة.
- **القيمة الحقيقية:** وهي نصيب السهم في ممتلكات الشركة، بعد إعادة تقويمها وفقاً للأسعار الجارية، وذلك بعد خصم ديونها.
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاصة وبالوضع الاقتصادي العام، ولذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية، أو الدفترية، وقد تكون أقل منهما، أو أكثر.
- **قيمة التصفية:** وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها، بعد سداد حقوق الدائنين، وحقوق حملة الأسهم الممتازة¹¹.

ثانياً: خصائص الأسهم

يتميز السهم عن غيره من الأوراق المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص، ومن أهمها نذكر ما يلي:

- 1- **الأسهم عبارة عن أسهم متساوية القيمة:** يقسم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وهذه القيمة المتساوية هي القيمة الاسمية التي يصدر بها السهم.

⁹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص 265.

¹⁰ شعبان محمد إسلام البرزاري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001، ص 88.

¹¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، كنوز اشبيلا، السعودية، 2005، ص 114-116.

2- قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية: من أهم خصائص السهم قابليته للتداول، ومعنى قابليته للتداول هو إمكان انتقال ملكيته من شخص لأخر بأي طريق من الطرق انتقال الملك كالبيع والهبة والوصية والإرث.

3- عدم قابلية السهم للتجزئة: تعني عدم قابلية السهم للتجزئة، أنه لا يجوز أن يتعدد مالكوها أمام الشركة إذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص¹².

ثالثاً: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم بناء على عدة معايير، وفيما يلي توضيح لأهم أنواع الأسهم:

- حسب الشكل القانوني: تقسم الأسهم حسب شكلها القانوني على النحو التالي:

1. أسهم اسمية: وهو السهم الذي يحمل اسم صاحبه، وتثبت ملكيته بقيد اسم المساهم في سجل الشركة.
2. أسهم لحاملها: وهو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، أو يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلاً على الملكية¹³.
3. أسهم للأمر أو الإذن: وهو السهم الذي يكتب عليه عبارة (لالأمر) ويتداول بطريقة التظهير¹⁴.

- حسب الحصة التي يدفعها المساهم: وننظر هنا إلى طبيعة الحصة المساهم بها، وذلك على النحو التالي:

1. أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تصدرها الشركات مقابل حصولها على مبالغ نقدية.
2. أسهم عينية: وهي الأسهم التي تصدرها الشركات مقابل حصولها على أصول عينية منقولة أو ثابتة¹⁵.
3. أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها مختلطاً بمبلغ نقدي وحصص عينية معاً¹⁶.
4. حصص التأسيس: هي حق في جزء من الأرباح التي تحققها الشركة، تمنح لمن يقدم براءة اختراع مثلاً أو امتياز خاصاً، وهذه الحصص لا تعد جزء من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في إدارتها، وهي حصص قابلة للتداول¹⁷.

- حسب الحقوق التي يتمتع بها أصحابها: وتقسّم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها أصحابها إلى نوعين نوجزهما كما يلي:

1. الأسهم العادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري

¹² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 267-268.

¹³ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي، السعودية، 1424هـ، ص 52-53.

¹⁴ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 91.

¹⁵ عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2006، ص 58.

¹⁶ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 95.

¹⁷ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص 52.

تسديدها، وحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يملكه أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية¹⁸.

2. **الأسهم الممتازة:** هي أداة ملكية هجينة تأخذ من صفات و خصائص الأسهم العادية كما تأخذ من صفات وخصائص السندات، فتشبه الأسهم العادية من حيث كونها تشكل حصة في ملكية الشركة وفي حالة توزيع الأرباح يحق لحاملها المطالبة بحصته، كما تشبه السندات من حيث كون أرباحها محددة في أغلب الأحيان¹⁹.

الفرع الثاني: أدوات المديونية (السندات)

أولاً: مفهوم السندات

عرفت السندات على أنها: "وثيقة تثبت تمتع صاحبها بحق معين سواء في ملكية شيء أو في إمكانية تمتعه بخدمات معينة وأيضاً في أن له ديناً على شخص طبيعي أو معنوي"²⁰.

كما عرفها سمير عبد الحميد رضوان بأنها "صكوك متساوية القيمة تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحت أو خسرت، واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، فينتقل السند بطريق القيد في الدفاتر التجارية إن كان اسمياً وبالتسليم للمشتري إن كان لحامله"²¹.

ومنها نستنتج أن السندات هي عبارة عن وثيقة أو أداة مالية قابلة للتداول ويكون اسمياً أو لحامله وتصدرها الدولة أو شركة أو هيئة عامة أو خاصة. مع تعهد المقترض (مصدر السهم) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة وفي أجل محدد لحامل السند.

ثانياً: خصائص السندات

تتميز السندات بعدة خصائص، هي كما يأتي:

- تمثل السندات ديوناً في ذمة الجهة المصدرة لها (حكومة-شركة-مؤسسة)، وحاملها يكون دائناً لتلك الجهة.
- السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها. وحاملها حق استيفاء قيمته الاسمية قبل أصحاب الأسهم.

¹⁸ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006، ص 57.

¹⁹ حنان شريط، أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الأسهم السعودي)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2021/2022، ص 21-22.

²⁰ محمد بشير علي، القاموس الاقتصادي، الطبعة الأولى، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، 1985، ص 229.

²¹ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 291.

- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيرا أو متوسطا أو طويلا.
- يعطى السند لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة، وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق، إضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفقا للأحكام القانونية²².

ثالثا: أنواع السندات

تنقسم السندات إلى أنواع عديدة، وسنحاول ذكر أهمها وفق التصنيفات التالية²³:

- من حيث الجهة المصدرة: تنقسم السندات من حيث مصدرها إلى نوعين هما:
 - 1- **سندات حكومية:** وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديننا مضمونا في ذمة الحكومة، وهي ذات فوائد ثابتة غالبا، ويتم طرحها للاكتتاب العام، وتتداول بالطرق التجارية، وتكون دائمة ومستهلكة، وهذه السندات تتنوع إلى عدة أنواع:
 - سندات الدولة، وهي التي تصدرها الدولة لتمويل الإنفاق العام.
 - سندات الهيئات الدولية، كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير.
 - سندات المؤسسات الحكومية، تصدرها لتمويل نفقاتها ومشروعاتها.
 - 2- **سندات الأهلية أو سندات الشركات:** وهي السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية، أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، وتتميز هذه السندات بأنها تصدر بفائدة أعلى من السندات الحكومية، إلا أنه يعيها أنها أكثر تعرضا من حامل السند الحكومي لمخاطرة الائتمان، والمترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين، وفوائده السنوية. ومن أمثلتها السندات العادية والسندات المضمونة بعقار وسندات علاوة الإصدار وسندات ذات النصيب والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
- من حيث الشكل: تنقسم السندات من حيث الشكل إلى نوعين وهما:
 - 1- **السندات الاسمية:** وهي تلك التي تحمل اسم صاحبها، وتنتقل حيازتها من طرف إلى آخر من خلال عمليات التداول في أسواق الأوراق المالية، ويتم إثبات اسم المتنازل إليه على الصك بمعرفة الجهة المصدرة لتلك الصكوك، وهذه السندات قد تكون مسجلة تسجيلا كاملا (أي يدون فيها الدين الأصلي والفائدة)، وقد تكون مسجلة تسجيلا جزئيا (أي يدون فيها أصل الدين فقط)، أما الفائدة فيحصل عليها عن طريق الكوبونات المرفقة بها، حيث تنوع منها بمجرد استحقاقها لتحصيل فائدتها من البنك مباشرة.
 - 2- **سندات حاملها:** وهي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها، وتكون ملكا لحاملها، وتنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام، ويكون من حق حاملها الحق في الحصول على الفائدة عن استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند، وتقديمه للبنك المعين، وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله الحق في تسلم قيمته الاسمية من البنك مباشرة.
- من حيث الأجل: وتنقسم السندات من حيث الأجل إلى ثلاث أنواع كالتالي:

²² شعبان محمد إسلام البروري، مرجع سبق ذكره، ص129.

²³ شحاتة عبد المنظبل حسن احمد، مدى مشروعية التعامل بالأسهم والسندات من منظور الفقه الإسلامي، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات، مصر، العدد الثاني، 2018، ص393-398.

- 1- **السندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها عاما واحدا، وهذا النوع يتداول في سوق النقد وهذه السندات تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، ولهذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.
- 2- **السندات متوسطة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام كامل ولا تتجاوز سبعة أعوام، وتكون معدلات الفائدة على مثل هذه السندات أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل.
- 3- **السندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل، ولهذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل، ومتوسطة الأجل، ومن أمثلتها: السندات العقارية.

الفرع الثالث: المشتقات المالية

أولا: مفهوم المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية على أنها "أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار، ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية"²⁴.

كما تعرف على أنها "عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية للأدوات استثمارية (أوراق مالية: عملات أجنبية، سلع... الخ)، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حاليا في الهندسة المالية"²⁵.

ومما سبق نستنتج أن المشتقات المالية ما هي إلا أدوات أو عقود قيمتها مشتقة من قيمة الأصول المالية محل التعاقد وينشأ عنها التزامات بين الطرفين المتعاقدين، ويمكن استخدامها من أجل التحوط أو المضاربة.

ثانيا: خصائص المشتقات المالية

تتميز المشتقات المالية عن غيرها من الأدوات بجملة من الخصائص متمثلة فيما يلي²⁶:

- **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحا للمخاطر لعدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

²⁴ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص58.

²⁵ مناصرية خولة، مرجع سبق ذكره، ص134.

²⁶ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، ملتقى دولي علمي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة

العالمية، سطيف 20-21 أكتوبر 2009، ص3-4.

- **التعقيد:** نظراً لأنه غالباً ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا؟ من ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط وآثار مشتقات خاص مما يعرضها إلى نتائج وخيمة.
- **السيولة:** بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحياناً تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.
- **عدم وضوح القواعد المحاسبية:** حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية لآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساساً إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية ماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

ثالثاً: أنواع المشتقات المالية

- **عقود الخيار:** الخيار يعطي حامله حق شراء أو بيع الأصل عند سعر محدد ينفذ في أو قبل تاريخ محدد وهو عقد بين المشتري والبائع أو محرر العقود وهي العقود التي تعطي للمشتري الحق بشراء ويسمى خيار شراء أو البيع ويسمى خيار البيع لكمية محددة من أصل أصلي في تاريخ محدد وبسعر محدد ويتم دفع عمولة تسمى بسعر الخيار (العلاوة)، تتراوح عادة بين 1% - 5% من قيمة العقد، وقد تنفذ عقود الخيارات وفق الطريقة الأمريكية وتسمى عقد خيار أمريكي أو وفق الطريقة الأوروبية وتسمى عقد خيار أوروبي وفيما يلي عرض لكل خيار:
- أ. **عقد خيار أمريكي:** هو العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من طرف (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدماً على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه وتاريخ الانتهاء يمثل تاريخ انتهاء فترة صلاحية الخيار الأمريكي.
- ب. **عقد الخيار الأوروبي:** هو العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدماً على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد والمنصوص عليه في العقد.

والمقصود بسعر التنفيذ هو السعر المتفق عليه والمحدد في العقد، أما سعر السوق فهو السعر الذي يباع فيه الأصل في السوق المالي لحظة تنفيذ العقد²⁷.

²⁷ دريد كامل آل شبيب، إدارة الإستثمارات (تحليل الإستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الإستثمارية)، جامعة الزيتونة الأردنية، ص 395.

- **العقود المستقبلية:** هي عقود لشراء السلع أو أصول مالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف آخر بسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد²⁸.
- **العقود الآجلة:** عقد بين طرفين يلتزمان بموجبه بإستلام أو تسليم كمية من أصل معين بسعر معين في زمان محدد ومكان محدد²⁹.
- **عقود المبادلات:** هي عقود بين طرفين، لتبادل تدفق نقدي، مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد التسليم للتدفقات وطريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر ، ولا تخضع هذه العقود لشروط نظمية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه ، ولذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة³⁰.

المطلب الثالث: سيولة سوق الأوراق المالية

تشكل السيولة أحد مقومات السوق الجيد لكون أن السوق الجيد في حقيقة أمره هو السوق الذي يتسم بالكفاءة ويحقق السيولة لما يتداول فيه من أوراق مالية، بسهولة وسرعة دون أي خسارة وعليه سنوضح ذلك في هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها

أولاً: مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية

عرفت السيولة على أنها: السهولة والسرعة التي يشتري بها الوكلاء الاقتصاديون الأوراق المالية ويبيعونها في سوق الأوراق المالية³¹.

كما عرفت بأنها: الدرجة التي يمكن من خلالها تصفية (بيع) الأوراق المالية بسهولة دون خسارة القيمة³².

²⁸ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 403.

²⁹ بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر (إدارة مخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، الطبعة الأولى، الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 123.

³⁰ قط سليم، مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خضير بسكرة ، الجزائر، 2015-2016، ص 122.

³¹ Kemboi, J. K, & Tarus, D. K, Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya, **Research Journal of Finance and Accounting**, kenya , No05, 2012, pp : 57-69.

³² يونس شبيسة، بوعبدالله علي، تحديد أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي في الأردن: نموذج قياسية في إطار مقارنة ARDL خلال الفترة (1990-2020)، **مجلة أبحاث**، الجزائر، العدد الثاني، 2022، ص 250.

وفي تعريف آخر هي: الدرجة التي يمكن عندها تداول الأدوات المالية بسرعة في السوق دون تغيير أسعار الأصول، بمعنى أن سوق الأوراق المالية يجب أن يكون لديه القدرة على تسهيل شراء وبيع الأصول، مع ضمان عدم وجود تغيير جذري في أسعار الأصول المالية³³.

وبالتالي تعبر السيولة على القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسلاسة وبسرعة في سوق الأوراق المالية مع المحافظة على أسعارها وبأقل خسائر.

ثانياً: مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية

هناك مؤشران أساسيان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما³⁴:

أ. **معدل التداول:** ويمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فهو يعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني.

ب. **معدل الدوران:** هو قيمة الأوراق المالية المتداولة مقسومة على قيمة رأس المال السوقي، فهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران.

الفرع الثاني: شروط زيادة سيولة سوق الأوراق المالية

لزيادة سيولة سوق الأوراق المالية لا بد أن تتصف السوق بالموصفات التالية:

- 1- وقت التداول: أي وجود العدد الهام والكبير من مشترين وبنائين للورقة المالية في جميع الأوقات، والقدرة على تنفيذ الصفقة فوراً. فإذا لم توجد سيولة إذا لا يوجد تداول يحدث، فسيولة تفرض على الأقل أن هناك عرض واحد و طلب واحد.
- 2- الشدة: أي القدرة على شراء وبيع الأسهم في نفس السعر وفي نفس الوقت.
- 3- القدرة على تنفيذ الصفقات المستقبلية بنفس سعر الصفقات السابقة.
- 4- استمرارية السعر: تعتبر أحد المكونات الرئيسة للسيولة وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بشدة من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة³⁵.

³³ Ariwa, F. O, Ani, O. I, Onyele, K. O, Ekeleme, I. J, & Okwuchukwu, O, Impact of Stock Market Liquidity and Efficiency on Performance of the Manufacturing Sector in Nigeria (1985-2014), **International Journal of Economics and Financial Management**, Nigeria, No 01, 2017, pp : 71-82.

³⁴ يونس شميسة، بوعبدالله علي، مرجع سبق ذكره، ص250.

³⁵ إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، العدد 23، 2011، ص119.

- 5- الاتساع السوق: تكون السوق متسعة عندما يكون هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المعنية بما يحقق استقرارا نسبيا في سعرها ويقلل بالتالي من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية.
- 6- عمق السوق: ويقصد به أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعنية، ونتيجة لهذا التعامل النشط يبعث وشراء فإن أي خلل في التوازن في الكمية المطلوبة والمعرضة يؤدي إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، وهو ما يعني ضالة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت.
- 7- سرعة الاستجابة السوق: ويقصد بها أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار، وهو ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، وتتطلب خاصية سرعة الاستجابة توفر وسائل اتصال فعالة تربط بين المتعاملين³⁶.

الفرع الثالث: الأساليب المساعدة في تحقيق السيولة للأوراق المالية

توجد العديد من الأساليب المساعدة على تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات، أهمها³⁷:

- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلا من الطرح الخاص لها، إذ يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراه في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم بالسوق ويسهم في رفع سيولة السهم.
- تسجيل الأوراق المالية في السوق، إذ من شأن ذلك أن يساعد المستثمرين باستمرار على الحصول عن معلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية و الصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المسجلة مقارنة بغيرها.
- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة، ومن شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دورانها، ما يؤدي إلى تشجيع صناعات السوق على قبول هامش ربح منخفض بما يزيد من سيولة الورقة ومن ثم جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين. ويفسر ما سبق قيام العديد من الشركات بتجزئة أسهمها عدة مرات وذلك بهدف تخفيض قيمتها السوقية لتنشيط حركة التداول عليها ومن ثم رفع مستوى سيولتها.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار واحدة من أهم الابتكارات المالية التي عرفت استخدامها وانتشارا واسعا على الصعيد الأجنبي والعربي، حيث تعمل على تجميع مدخرات صغار وكبار المستثمرين من خلال صكوك أو وثائق استثمارية، معتمدة في ذلك على خبرة المختصين القائمين على إدارة الصناديق، لتحقيق المنفعة لكل من الصندوق والمستثمرين فيه.

³⁶ يونس شميسة، بوعبدالله علي، مرجع سبق ذكره، ص251.

³⁷ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية: خلال فترة التحول الإقتصاد السوق، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص66.

المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار

سنعرض من خلال هذا المطلب إلى نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار، وكذا معرفة أهميتها وأهدافها، بالإضافة إلى ذكر أنواعها، ونتيجة لكونها وسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تتميز بعدة مزايا ولكنها لا تخلو من العيوب ومخاطر الاستثمار فيها.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار

اختلف الباحثين عن تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار، لكن تعتبر الدول الغربية السبابة في تأسيس البورصات ومن ثم تأسيس صناديق الاستثمار، حيث ترى إحدى الدراسات أن نشأة صناديق الاستثمار كانت في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري سنة 1822 وتلتها إنجلترا سنة 1870، وهي أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات، قد اعتمدت في هذا المجال على نظام (The Trust) والتي تعني "من نعطيهم الثقة" وعليه فهي تخاطب المدخر الصغير بأن أعهد بالفائض من مالك لمن تعطيه الثقة ليستثمره لك، ويتمثل جوهر هذا النظام في التزام شخص يسمى (الأمين) يتلقى أموال الغير بغرض إدارتها لحسابهم ويسمون المنتفعون (Cetuis que Trust) ويعود الفضل في ذلك إلى الاسكتلنديين في ابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام 1870 وقد قام المدخرون الصغار آنذاك بإيداع أموالهم لدى شركات إدارة أموال تدار لمعرفة محترفين بالبورصة.

ثم انتقلت الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1924، واتخذت سبيلها إلى التجديد والابتكار في شكل الصناديق المفتوحة " open-end fund " ذات الرأس مال المتغير التي تعتمد على إصدار أسهم جديدة بطريقة متواصلة وإعادة شراء الأسهم القديمة دون المرور ببورصة الأوراق المالية، والتي تعد البداية الحقيقية للصناديق بمفاهيمها الحالية.

وتوصلت دراسة ثانية إلى أن بداية صناديق الاستثمار كان في لندن عام 1868 تحت اسم Investmen trust وكان أول صندوق هو Foreign and colorail government investmen trust كأحد أشكال الإدارة الجماعية للمدخرات من خلال شركات تقوم بالعمل على تجميع مدخرات صغار المدخرين ثم القيام بالمضاربة بتلك الأرصدة في البورصة وتوزيع العوائد مرة أخرى على المدخرين، وأصبح لإنجلترا عدة شركات تعمل على إدارة الأموال وإعادة استثمارها، حيث أخذت شكل شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت أو صناديق الاستثمار المغلقة (fund Closed-Ends) ثم انتشرت الصناديق بعد ذلك في باقي دول العالم.

وترى دراسة ثالثة أن بداية صناديق الاستثمار كانت في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري سنة 1822 وتلتها إنجلترا سنة 1870، غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 وذلك حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم " Masochists trust " Investment "على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية، ثم في عام 1929 ابتكر الأمريكيون الصناديق المفتوحة التي تقوم بإصدار حصص جديدة بطريقة مستمرة، وإعادة شراء (استرداد) الأنصبة القديمة دون المرور بالبورصة

عكس الدراسة الأولى التي أشارت إلى أنها كانت عام 1924، وقد تمكنت الصناديق المفتوحة من الصمود رغم انهيار أسواق رأس المال عام 1929 بينما لم تصمد الصناديق المغلقة بسبب اتجاهها إلى عمليات المضاربة رغم ضعف خبرتها وسوء إدارتها، وعلى هذا فقد تدخل المشرع الأمريكي بإنشاء قانون شركات الاستثمار في عام 1940 وخول إلي لجنة البورصة الأمريكية سلطات واسعة في الإشراف على صناديق الاستثمار وذلك لتنظيم العمل في هذه الصناديق بحيث يضمن الحقوق والالتزامات لكل من المستثمرين والصندوق والهيئات التي يتعامل معها، وقد ألزم هذا القانون صناديق الاستثمار بضرورة الإفصاح عن جميع البيانات ونتائج الأعمال والقوائم المالية والتقييم مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات صائبة، والأمر الذي أدى إلى ازدهار وانتشارها بالولايات المتحدة وخارجها خاصة بعد الحرب العالمية الثانية، حيث بلغ عددها عام 1947 حوالي 352 صندوقاً بأصول صافية بلغت 4 مليارات دولار ثم ارتفع لأكثر من 5000 صندوقاً عام 1994 تصل مجموع استثماراتها حوالي 2.5 تريليون دولار، وقد تم تأسيس أول صندوق في بريطانيا عام 1931 وتطورات الصناديق داخل بريطانيا إلى شكل المفتوح عام 1966، وكانت بداية الصناديق في فرنسا عام 1945 حيث تعتبر تجربة فرنسا لصناديق الاستثمار تجربة متميزة، بينما في ألمانيا عام 1950، وتلي ذلك انتشارها في باقي أوروبا واليابان، وساعد على انتشارها في أوروبا صدور القانون الأوروبي الموحد عام 1985 الذي ساعد على توسيع نطاق عمل الصناديق ليشمل دول الإتحاد الأوروبي كلها بداية من سبتمبر عام 1989.

بالنسبة للدول العربية فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بأسبوعية صدور الصناديق الاستثمارية على صدور الأنظمة والتشريعات اللازمة، وكانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، حيث لم يتم إصدار قواعد لتنظيم عمل صناديق الاستثمار إلا في بداية عام 1993، لزيادة عدد الصناديق التي تم إنشاؤها في السعودية حيث بلغت 52 صندوقاً استثماري عام 1992 و117 صندوقاً في نهاية عام 1999، وقد جاءت الكويت كثنائي دولة عربية بعد السعودية، حيث بدأت تجربتها مع صناديق الاستثمار في عام 1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن والتي تمثلت في مصر والبحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب في عام 1995، ثم لبنان في عام 1996، والأردن في عام 1997.³⁸

ثانياً: مفهوم صناديق الاستثمار

لقد وردت عدة تعريفات لصناديق الاستثمار نذكر من بينها ما يلي:

تعرف صناديق الاستثمار على أنها: عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم و السندات)

³⁸ تروود علي، دور صناديق الاستثمار في الحد من آثار الأزمات النفطية-دراسة تجارب دولية رائدة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أكلي محمد أولحاج البويرة، الجزائر، 2019-2020، ص3-4-5.

الفصل الأول: التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية وسيولتها وصناديق الاستثمار

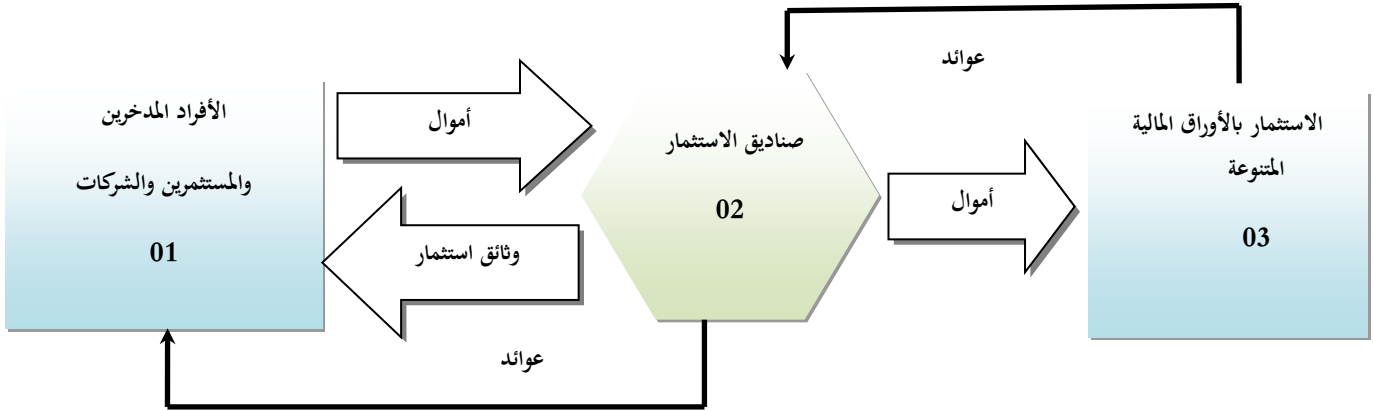
ويشترك المساهمون في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمار الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص، وفقا للشروط التي تبينها نشرة الإصدار³⁹.

كما تعرف أيضا بأنها: مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من عدد كبير جدا من المستثمرين من خلال بيع حصص ملكية و يتم بعد ذلك توظيف هذه الأموال في شراء أسهم وسندات شركات ناجحة ومتميزة أي في سلسلة من الأوراق المالية، وتخدم هذه الصناديق كبار المستثمرين وصغارهم وخاصة أنها تحقق التنوع اللازم لتقليل المخاطر للمستثمر الصغير بصورة خاصة⁴⁰.

ويعرف صندوق الاستثماري بأنه: عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ متواضعة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى الوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دوريا، وتستثمر الصناديق في الأسهم والسندات أو النقد أو العملات وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه⁴¹.

ومن خلال ماسبق نستنتج أن صناديق الاستثمار هي عبارة عن أوعية مالية تعمل على تجميع الأموال من مختلف المستثمرين وتوظيفها في شراء وبيع الأوراق المالية (الأسهم، السندات)، حيث يتم إدارتها من طرف جهات متخصصة في إدارة محافظ الأوراق المالية وبهذا تقلل من المخاطر من خلال التنوع، ويمكن توضيح آلية عمل صناديق الاستثمار من خلال المخطط التالي:

الشكل رقم (2.1): آلية عمل صناديق الاستثمار



المصدر: معدة بالاعتماد على: حليلة عطية، عبد الحفيظ خزان، محمد لمن علون، تحليل العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم ومؤشرات نشاط صناديق الاستثمار (دراسة تطبيقية في سوق الأسهم السعودي) خلال الفترة (1996-2017)، مجلة دفتار بواكس، الجزائر، العدد 01، 2022، ص 136.

³⁹ عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية و الأحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة، الطبعة الأولى، دار الفنايس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 74.

⁴⁰ عصرا جلال عصرا، تقييم أداء صناديق الإستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارن، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص 43-44.

⁴¹ نور الدين جليد، إبراهيم مزبود، صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دفتار البحوث العلمية، الجزائر، العدد 03، 2013، ص 207.

نلاحظ من خلال المخطط أعلاه بأن آلية عمل صناديق الاستثمار تقوم على الخطوات الموالية⁴²:

- 1- يقوم صغار المستثمرين والأفراد والمدخرين بتحديد الأموال المراد استثمارها في الصناديق ثم يقومون بالتوجه بها إلى صناديق الاستثمار لتسليم المبلغ واستلام الوثائق الاستثمارية أو الصكوك.
- 2- تعمل صناديق الاستثمار كوعاء مالي باستلام وتجميع المدخرات الأفراد والمستثمرين والتوجه بها إلى الأسواق المالية المتنوعة من أجل استثمارها بالأسواق المالية.
- 3- يقوم مدراء صناديق الاستثمار المحترفون والمتخصصون على درجة عالية من الخبرة العملية والعلمية باعتبارهم وكلاء نواب عن حملة الوثائق في اختيار وتحديد أفضل مجالات الاستثمار التي تحقق أعلى عائد وبأقل مخاطرة ممكنة، والقيام بعملية الاستثمار ببيعاً وشراء.
- 4- عند تولد الأرباح من الاستثمارات فإنها تعود إلى الصناديق على شكل إيرادات رأسمالية.
- 5- يقوم مدراء الصناديق باستقطاع جزء من الأرباح لإدارة الصندوق والجزء الآخر يتم توزيعها إلى المستثمرين والمدخرين الصغار حسب ما تم تحقيقه من أرباح.

الفرع الثاني: أهمية و أهداف صناديق الاستثمار

أولاً: أهمية صناديق الاستثمار

يمكن توضيح أهمية صناديق الاستثمار فيما يلي⁴³:

- ✓ تعد صناديق الاستثمار أحد أهم الأساليب الحديثة والفعالة في تفعيل وتنشيط حركة التعاملات في أسواق الأوراق المالية، وذلك لكونها توسع قاعدة المتعاملين داخل هذه الأسواق، لاسيما في البلدان النامية والأسواق الناشئة التي هي بأمس الحاجة إلى تنشيط تلك التعاملات في السوق.
- ✓ تحقق صناديق الاستثمار مصلحة مزدوجة بالنسبة للمستثمرين والاقتصاد الوطني على حد سواء، إذ إنها تمكن صغار المستثمرين من أن تكون لهم حصص متنوعة في المحافظ الاستثمارية، أما بالنسبة للاقتصاد الوطني، فهي تساعد في إنعاش سوق الأوراق المالية عن طريق جذب مدخرات صغار المستثمرين لاستثمارها في تداول الأوراق المالية.
- ✓ تخلق صناديق الاستثمار طلباً متزايداً على الأسهم، ما يعمل على زيادة معدل دوران الأوراق المالية في السوق، ومن ثم زيادة حجم وقيمة التداول.
- ✓ تؤدي صناديق الاستثمار دوراً مهماً في زيادة الوعي الاستثماري لدى الجماهير وذلك عن طريق ما توفره من سهولة ومرونة في أنشطتها الاستثمارية، وتشجيعهم على الاستثمار ولاسيما أصحاب الدخل المحدود عن طريق تخفيض الحد الأدنى الذي يمكن لصغار المستثمرين استثماره عن طريق هذه الصناديق.

⁴² حليلة عطية، عبد الحفيظ خزان، محمد لين علون، تحليل العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم ومؤشرات نشاط صناديق الاستثمار (دراسة تطبيقية في سوق الأسهم السعودي) خلال الفترة (1996-2017)، مجلة دفتار بوادكس، الجزائر، العدد 01، 2022، ص 136.

⁴³ الهادي عثمان، بدر الزمان خقاني، دراسة الأهمية النسبية للسمات المؤثرة على أداء صناديق الإستثمار دراسة تطبيقية على 37 صندوق من السوق المالي السعودي (2010-2017)، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 20، 2020، ص 566.

✓ تساعد صناديق الاستثمار على تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق امتصاص السيولة النقدية من أيدي الأشخاص والمستثمرين والحد من الميل للاستهلاك.

تحقق الصناديق عوائد أفضل بالمقارنة بفوائد البنوك للأفراد المستثمرين في صناديق الاستثمار، إذ أنها تتضمن عوائد موزعة عن طريق محافظتها الاستثمارية، فضلا عن الأرباح الرأسمالية نتيجة الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية.

ثانيا: أهداف صناديق الاستثمار

- ✓ تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال عمليات التداول مما ينعكس إيجابا على تطور السوق المالية المحلية وجذب رؤوس أموال خارجية وهو ما يعرف ب «تدويل السوق المالية».
- ✓ حماية المدخرات الوطنية بتوجيهها التوجيه السليم من خلال إدارة رشيدة ذات كفاءة وإلمام تام بالسوق المالي.
- ✓ تمكين صغار المدخرين والمستثمرين من دخول السوق المالية عبر بوابة صناديق الاستثمار.
- ✓ من أهم مصادر التمويل في أسواق المال، إذ يعتبر تملك الصندوق حصة في شركة أو مشروع بمثابة تمويل لها لتوسيع نشاطاتها، مما يدفع الشركات للقيام بحملات تسويقية بهدف إقناع إدارات الصناديق بالاستثمار فيها⁴⁴.

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار

هناك أنواع عدة لصناديق الاستثمار تشكلت نتيجة نمو الصناديق واختلاف وتعدد حاجات وأهداف المستثمرين ورغبتهم، وعموما يمكن تصنيف صناديق الاستثمار على حسب المعايير الآتية:

أولا: حسب معيار الهيكل التمويلي: تصنف صناديق من حيث الهيكل التمويلي لها إلى نوعين رئيسيين هما:

1- **صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة:** تعرف صناديق الاستثمار المغلقة بأنها شركة استثمار ذات نهاية مغلقة، حيث أن عدد الوثائق لهذه الصناديق ثابت ومحدد، وأن هذه الوثائق تباع وتشتري من خلال الأسواق الثانوية لسوق الأوراق المالية، وطبقا لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها.

ويمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المغلقة وإيجازها على النحو الآتي:

- ثبات عدد الوحدات المصدرة نتيجة ثبات رأس مالها.
- لا يقبل الصندوق استرداد قيمة وثائق الاستثمار ولكن يسمح بتداولها في الأسواق المالية الثانوية.
- يتم توزيع الأرباح على المستثمرين بانتهاء مدة الصندوق.
- إمكانية تحويلها إلى صناديق مفتوحة بعد فترة زمنية معينة.
- إن القيمة السوقية لأسهم هذه الصناديق والقيمة الصافية لها يتم نشرها عادة في صحف المال.

2- **صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:** ويغلب اصطلاح الصندوق المشترك على هذا الصندوق، وكما هو واضح من التسمية فإن حجم رأس مال الصندوق المفتوح أو الأموال المستثمرة فيه لا يكون ثابتا

⁴⁴ عباس فؤاد عباس حسن، أثر تطوير الصناديق الاستثمارية على هيكل الأسواق المالية دراسة حالة المملكة العربية السعودية (1992-2016)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأردن، العدد الأول، 2018، ص 61.

كما، إذ يجوز لإدارة الصندوق إصدار وبيع المزيد من الوثائق المالية منها لتلبية لحاجات المستثمرين، بالإضافة إلى الالتزام التام من قبل إدارة الصندوق بتلبية طلبات الاسترداد التي يمكن أن يتقدم بها ملاك الحصص أو الوحدات الاستثمارية في أي وقت يشاءون. ويمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المفتوحة وإيجازها على النحو الآتي:

- ليس هناك رسوم شراء من قبل المستثمرين بل عادة فرض رسوم استرداد، ويجرى تطبيقها عندما يتقدم مالكو الوثائق بطلب استرداد قيمة وثائقهم بعد فترة من حيازتها.
- أسهم الصناديق المفتوحة لا تتداول في سوق الأوراق المالية.
- إدارة الصندوق ملزمة بتلبية طلبات الاسترداد التي ترد في أي وقت⁴⁵.

ثانياً: حسب معيار الأوراق المالية المكونة لها: تصنف صناديق الاستثمار وفق الأوراق المالية المكونة لها إلى ما يلي:

1- صناديق الأسهم العادية: تشتمل صناديق الأسهم العادية على أسهم عادية فقط، لذا فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم. فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة، فإن القرار الأولي الذي ينبغي أن يتخذه المستثمر هو ما إذا كان يرغب في استثمار أمواله في أسهم عادية أم لا.

2- صناديق السندات: وتتكون من سندات فقط حيث توجد صناديق من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، وهناك صناديق تتكون من سندات مرتفعة الجودة والتي تولد عائد منخفضاً ذات المخاطر المحسوبة والمنخفضة بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب على تحمل المخاطر⁴⁶.

3- الصناديق المتوازنة: وهي الصناديق التي تتكون محافظها المالية من مزيج من الأسهم والسندات، تختلف نسبة الأسهم والسندات باختلاف أهداف الصندوق فإذا كان هدفها أقل مستوى من المخاطر فإن نسبة الأموال المستثمرة في السندات تكون هي الأعلى ويكون العكس إذا كان الهدف عائد مرتفع ومخاطر متوسطة نسبياً حيث تزداد نسبة الأموال المستثمرة في الأسهم⁴⁷.

4- صناديق سوق النقد: وتتكون محافظتها من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذون الخزانة والتي تتداول عادة في سوق النقد أي من خلال مؤسسات مالية كالمصارف التجارية. وهذه الصناديق تناسب المستثمرين الذين يضعون هدفي الأمان والسيولة في مقدمة أهدافهم الاستثمارية، وتعطي المستثمر الحق في السحب منها في أي وقت يشاء دون التعرض للغرامة⁴⁸.

⁴⁵ عطية حليلة، شوارفية محمد الأمين، تقييم أداء صناديق الاستثمار بالأسلوب المزدوج- سوق الأسهم السعودي دراسة حالة -، مجلة النمو الاقتصادي وريادة الأعمال مختبر دراسات التنمية المكانية وريادة الأعمال JEGE، الجزائر، العدد 02، 2020، ص 76.

⁴⁶ حاتم غائب سعيد، إبراهيم هزاع سليم، أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية، مجلة جامعة تكريت للحقوق، العراق، العدد 03، 2018، ص 327.

⁴⁷ عبير عبد الكريم إبراهيم سرور، الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار في ضوء حوكمة الشركات -دراسة نظرية ميدانية-، شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة بنها، مصر، 2011، ص 8.

⁴⁸ حاتم غائب سعيد، إبراهيم هزاع سليم، مرجع سبق ذكره، ص 328.

5- صناديق الاستثمار المتخصصة: هي الصناديق التي تستثمر في قطاع معين أو نشاط معين، أي التي تتاجر بالعملات أو السلع أو النفط أو الاستثمارات العقارية أو أن تحدد استثماراتها في مناطق جغرافية محددة وتهدف عادة هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير، لذلك نجد أن أسعارها متقلبة مما يجعلها أكثر مخاطرة⁴⁹.

ثالثاً: حسب معيار الأهداف المقررة: تصنف صناديق الاستثمار وفق الأهداف المقررة إلى ما يلي:

1- صناديق النمو: تتناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر، حيث تتكون أموال مثل هذه الصناديق من أسهم الشركات التي لا تصفى خلال الفترة القصيرة، لذلك فإن الهدف الأساسي للنمو هو تحقيق زيادة في قيمة الاستثمار المبدئي، بصرف النظر عن الإيراد الذي تحققه هذه الأسهم ويلاحظ أن مثل هذه الصناديق لا تتماثل من حيث درجة الخطورة، ولكن يعطي الأولوية والتركيز في الاستثمار على الشركات القائمة منذ العديد من السنوات ذات الخبرة والمعروفة بنموها المستمر.

2- صناديق الدخل: وهي تلك الصناديق التي تركز على الشركات المستقر أدائها وتمتاز بأرباح دورية مستقرة للمستثمرين، ومن أهم أنواع هذه الشركات شركات الخدمات العامة (الكهرباء، الماء، الاتصالات) التي لا يوجد فيها فرص كبيرة للنمو في القيمة، لأن فرص التوسع فيها محدودة بينما تقدم في العادة توزيعات نقدية دورية مستقرة، ويلاءم هذا النوع من الصناديق المستثمرين متجنبي المخاطر والمعتمدين على دخل دوري ثابت كالمقاعدنين وكبار السن.

3- صناديق الدخل والنمو: تستهدف صناديق الدخل والنمو أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة ويرغبون في نفس الوقت في تحقيق قدر من النمو المضرد لاستثماراتهم، ومثل هذه الصناديق عادة ما تتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الصناديق المتوازنة).

4- صناديق إدارة الضريبة: يقصد بهذه الصناديق تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالتالي ليس هناك محل لدفع المستثمر للضريبة طالما لم يحصل على توزيعات نقدية، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، أما وعاؤها فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر، وهذا النوع من الصناديق ربما يلاءم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة، كما يلاءم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبة عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإفرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي⁵⁰.

⁴⁹ علي غازي العساف، تقييم أداء الإستثمار في البنوك التجارية الأردنية خلال الفترة 2005-2012، شهادة الماجستير في التمويل والمصارف، جامعة آل البيت، الأردن، 2013، ص43.

⁵⁰ دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، دور صناديق الإستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، الجزائر، العدد 06، 2017، ص223.

- 5- الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:** الصناديق ذات الأهداف المزدوجة، هي نوع خاص من الصناديق، التي يمكنها تلبية احتياجات ففتين مختلفتين من المستثمرين هما⁵¹:
- أ. المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم، حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم الدخل.
- ب. المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم، حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم رأس المال التي يتولد عنها أرباح رأسمالية.
- رابعا: حسب معيار السياسة الاستثمارية: تصنف صناديق الاستثمار وفق السياسة الاستثمارية إلى ما يلي⁵²:

- 1- الصناديق المتحفظة:** تتسم هذه الصناديق بالتحفظ تجاه المخاطر حيث يشترط في السياسة الاستثمارية المطبقة تحقيق الأمان والاستقرار للمستثمرين.
- 2- الصناديق الهجومية:** الهدف الأساسي لهذه الصناديق الحصول على نمو كبير في رأس المال الصندوق أو قيمة أصوله التي تتألف غالبا في أسهم عادية ذات إمكانية أو توقعات ارتفاع لقيمتها، وارتفاع مستوى الحظ المصاحب لها، ولا تهتم هذه الصناديق بالموازنة أو الدخول الجارية.
- 3- الصناديق ذات السياسة المتوازنة:** تجمع هذه السياسة بين الاتجاهين المتحفظ والهجومي لتحقيق الأمان إلى جانب تحقيق أرباح رأسمالية جيدة عن طريق المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار. وتتكون هذه المحفظة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وأدوات استثمارية طويلة الأجل مثل السندات.
- خامسا: حسب معيار النطاق الجغرافي: تصنف صناديق الاستثمار وفق النطاق الجغرافي إلى ما يلي:

- 1- صناديق الاستثمار المحلية:** وهي الصناديق التي تركز استثماراتها داخل حدود الدولة التي نشأت فيها، فهي تستثمر أموالها في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والمؤسسات المحلية⁵³.
- 2- صناديق الاستثمار الدولية:** هي صناديق استثمارية تعرف أيضا بمسمى الصناديق العالمية أو الصناديق الأجنبية، وغالبا ما تستخدم من قبل المستثمرين الذين يستثمرون أموالهم خارج دولهم الأصلية، وتعتمد هذه الصناديق على تطبيق الاستثمارات في كافة أنحاء العالم، وغالبا ما تعاني من صعوبة في تصنيف الأموال الخاصة بها، إذ من الممكن أن تزداد خطورتها أو ترتفع نسبة الأمان فيها أكثر من الصناديق الخاصة بالاستثمارات المحلية، لأنها تميل إلى أن تكون أكثر تغيرا نتيجة للعديد من العوامل مثل المؤثرات السياسية⁵⁴.
- سادسا: أنواع أخرى من صناديق الاستثمار: تتوافر هناك مجموعة أخرى من صناديق الاستثمار وعلى النحو الآتي:

⁵¹ وليد هوميل عوجان، صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة وتحليل، مجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، الأردن، العدد 01، 2012، ص 89.

⁵² عبير عبد النور عبد الرحيم عبد النور، الإفصاح الخاص عن الأدوات المالية وأثره في تقليل مخاطر الاستثمار بالصناديق الاستثمارية لترشد القرارات الاستثمارية (دراسة ميدانية على سوق الخرطوم للأوراق المالية)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة النيلين، السودان، 2021، ص 69.

⁵³ عبير عبد الكريم إبراهيم سرور، مرجع سبق ذكره، ص 6.

⁵⁴ يعقوب مضوي عبد الرحيم الأمين، محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني (دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية)، شهادة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2019، ص 71.

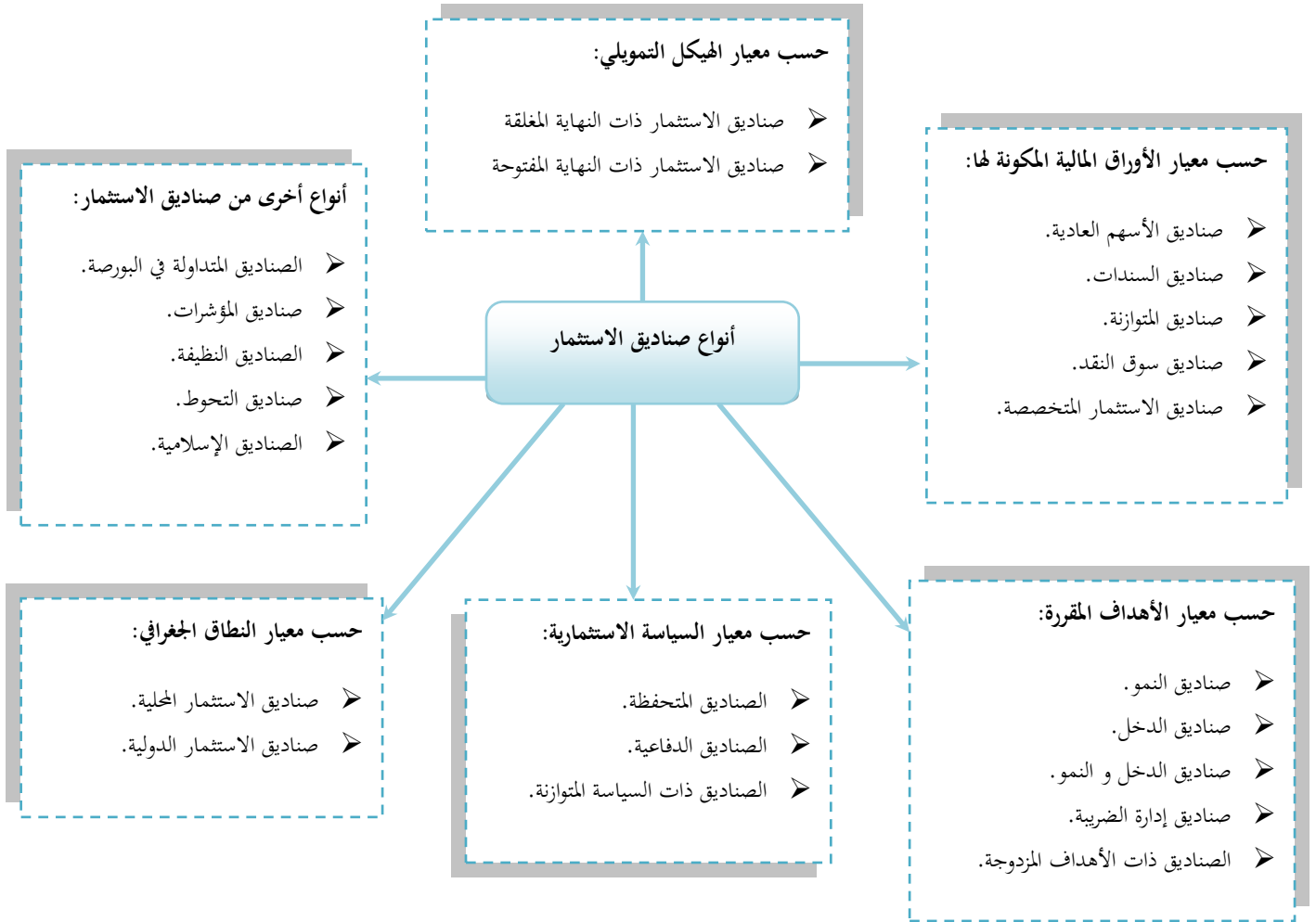
- 1- **الصناديق المتداولة في البورصة:** هذه الصناديق فريدة من نوعها إذ لا يحتاج المستثمرون فيها إلى الاهتمام بنقص الشفافية في التسعير، لأنه يتم تداولها لدى إدارة البورصات ومن ثم ستعكس الأسعار على محفظة البورصة ما يؤثر على أسعار أسهم المؤسسة.
- 2- **صناديق المؤشرات:** يستثمر هذا الصندوق في الأسهم والأوراق المالية الأخرى على أساس مطابقة أداء المؤشرات في سوق معين، ويعد هذا الصندوق أحد الطرائق التي تتميز بالسهولة بالنسبة للمستثمرين من ناحية شرائها والاستثمار بها في محفظة السوق، إذ يشتري الصندوق الأسهم والأوراق المالية المدرجة في مؤشر معين بالسوق على أساس أدائها السابق لتمثيل الأوراق المالية المشتراة.
- 3- **الصناديق النظيفية:** هي تلك الصناديق ذات المسؤولية الاجتماعية التي تتجنب توجيه أموالها للاستثمار في الشركات التي تصنع الكحوليات أو المنتجات المرتبطة بالحروب كالأسلحة أو شركات التبغ أو في الشركات المضطلة ببناء مفاعلات نووية أو الشركات التي ينتج عن عمليات تصنيعها نفايات تضر بالبيئة⁵⁵.
- 4- **صناديق التحوط:** ظهر هذا النوع لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1949م بهدف تجميع مدخرات المستثمرين ووظيفتها باستخدام تقنيات التحوط المتمثلة في استخدام المستقبلات والخيارات المالية أو حتى سياسة البيع على المكشوف، من أجل حماية رأس المال وتوليد عوائد إيجابية. فصناديق التحوط تسعى لتحقيق عوائد مرتفعة بغض النظر عن حركة البورصة ولتحقيق ذلك يتبنى القائمون على إدارة هذه الصناديق استراتيجيات عدة تضمن إبرام عقود المستقبلات والخيارات المالية، فالعائد المتحقق هو انعكاس لمهارات المدراء ومدى قدرتهم على استغلال الفرص الناتجة عن التنبؤ بأسعار الأوراق المالية وتقلباتها بهدف تحقيق العوائد المرتفعة والتحوط من المخاطر⁵⁶.
- 5- **صناديق الاستثمار الإسلامية:** هي مؤسسات استثمارية إسلامية تقوم بتجميع مدخرات المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، حيث يتم توظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، ويتعهد بإدارة هذه الأموال أشخاص (المدخرات) ذوي الخبرة والكفاءة اللازمة والمتخصصة، أما صافي العوائد فتكون حسب الاتفاق بين الطرفين، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية⁵⁷.

الشكل رقم (3.1): أنواع صناديق الاستثمار

⁵⁵ كمال كاظم جواد الشمري، جهاد فيصل جهاد الجليحاي، مدى إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في العراق من أجل تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، العدد 62، 2020، ص 62.

⁵⁶ عباس فؤاد عباس حسن، مرجع سبق ذكره، ص 62.

⁵⁷ براق محمد، قمان مصطفى، نشنشن فتيحة، أداء صناديق الإستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية 23-24 فيفري 2011، ص 8.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات سابقة الذكر

الفرع الرابع: مزايا وعيوب صناديق الاستثمار وأهم مخاطر الاستثمار فيها

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار توفر بعض المزايا التي سيكون من الصعب تحقيقها للأفراد المستثمرين من تلقاء أنفسهم ومن هذه المزايا ما يلي:

- ✓ الاستفادة بخبرة الإدارة المحترفة: أن الميزة الأساسية للاستثمار في الصندوق هي الاستفادة من خبرة ومعرفة مدير الصندوق في اتخاذ القرارات الاستثمارية. ويستوجب الاستثمار المباشر في الأوراق المالية، التحليل والدراسة والإلمام بمحددات الربح والخسارة والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية، ولا تتوفر هذه المهارات إلا لدى شريحة محدودة من المستثمرين لذا تمنح صناديق الاستثمار لغير الملمين بمهارات التحليل المالي فرصة الاستفادة من معرفة ومهنية المختصين بالاستثمار في إدارة الأوراق المالية .
- ✓ تنويع الاستثمارات وتقليل المخاطرة: يساعد التنويع على تقليل المخاطرة ولكنه لا يمكن أن تلاشى المخاطرة نهائياً وتنتهي، حيث يعتبر التنويع وتقليل المخاطرة من أهم مزايا صناديق الاستثمار، ويتيح للمستثمر الفرد إمكانية تنويع استثماراته بتكلفة أقل نسبياً من الاستثمار والتنويع المباشر، مما يعطيه فرصة أكبر لتقليل مخاطر الاستثمار نتيجة لتنويع الأوراق المالية التي يمتلكها الصندوق. وذلك من خلال الاستثمار

على نطاق أوسع من الأصول والمناطق الجغرافية والصناعات لتقليل من مخاطر تركيز الأصول والاستفادة من تباين عوائدها.

✓ **انخفاض التكاليف الإدارية:** يتطلب الاستثمار جهدا كبيرا من جانب المستثمر حيث يتوجب عليه متابعة التقارير السنوية والفصلية وتحليل التقارير المالية واحتساب النسب المالية ومتابعة تطورات وأحداث السوق وكل هذا يتطلب وقتا وخبرة قد لا تتوفر للمستثمر العادي لكن الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية يعفي المستثمر من جميع الأعباء الإدارية التي ترتبط غالبا بالاستثمار المباشر⁵⁸.

✓ **المرونة والملاءمة:** يستطيع المستثمر في صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير (الصناديق المفتوحة) أن يحول استثماراته من صندوق لآخر، وذلك مقابل رسوم ضئيلة، كما أن هذا النوع من الصناديق يكون مستعدا دائما لاسترداد أسهمه إذا ما رغب المستثمر التخلص منها كليا أو جزئيا، ويتم ذلك بسعر عادل يتمثل في قيمة الأصل الصافية للسهم وهذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة جلييلة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن⁵⁹.

✓ **الإقتراض (الرافعة):** ومن مميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوافر للأفراد ذوي المدخرات القليلة هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة. فيمكن لصندوق استثمار الأسهم مثلا أن يقترض من البنوك بضمان تلك الأسهم ثم يشتري بها أسهم أخرى ولما كان سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار في الأسهم استطاع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين⁶⁰.

✓ **سهولة الاستثمار:** إذ تضع معظم الصناديق حدودا دنيا للاستثمار فيها لا تتجاوز مبالغ بسيطة تكون في متناول المستثمر ذي الإمكانيات المادية المحدودة.

✓ **التنظيم والإفصاح:** حيث تتولى جهات حكومية أو شبه حكومية مهام الإشراف والرقابة على صناديق الاستثمار والتأكد من وفائها بمسؤولياتها تجاه الإفصاح الكافي لكافة الأطراف المهتمة⁶¹.

✓ **السيولة:** تشير السيولة إلى إمكان بيع وشراء الوحدات الاستثمارية بسهولة، إذ يمكن للمستثمر بيع الوحدات الاستثمارية أما بإعادتها إلى الصندوق كما في الصناديق ذات النهاية المفتوحة أو بيعها في البورصة كما في الصناديق ذات النهاية المغلقة.

✓ **خدمات أخرى:** كما توفر الصناديق الاستثمارية خدمات أخرى مثل حفظ سجلات المساهمين وحفظ الأموال والوحدات الاستثمارية وتقديم التقارير الدورية والنشرات المالية للمساهمين⁶².

ثانيا: عيوب صناديق الاستثمار

⁵⁸ علي غازي العساف، مرجع سبق ذكره، ص 46.

⁵⁹ أحمد عبد الصبور الدجاوي، صناديق الاستثمار (مزايا ومخاطر)، مجلة الندوة للدراسات القانونية، مصر، العدد الثالث، 2015، ص 146.

⁶⁰ شبلية عائشة، صناديق الإستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، الجزائر 8-9 ديسمبر 2013، ص 06.

⁶¹ دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص 220.

⁶² مصطفى مهدي حسين، مشتاق طالب عبد الحميد، صناديق الإستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم

الإقتصادية، العراق، العدد 49، 2018، ص 24.

إن أهم الانتقادات التي وجهت إلى صناديق الاستثمار كآلي⁶³:

- ✓ مزاحمة المدخرين الذين رغبوا في إنشاء محافظ مالية خاصة بهم، وبالتالي القضاء على ركن أصلي في نشاط سوق الأوراق المالية.
- ✓ ارتفاع تكلفة "إدارة" الصناديق مما يؤثر على العائد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق، وخاصة وأن الاعتماد الأكبر هو على شركات الإدارة الأجنبية.
- ✓ قيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات إقليمية أو عالمية، فتتبعه أموال المدخرين إلى الخارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني.
- ✓ فرض المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ولحملة الوثائق.
- ✓ نقص بالمعلومات والبيانات التي ظهرت في نشرة إصدار الصناديق مما يعطي صورة غير كاملة عن الصندوق أو عملياته المستقبلية.
- ✓ لم تظهر حتى الآن "شركات مساهمة مستقلة" لصناديق الاستثمار، وبالتالي لم يترتب على ظهور الصناديق تنشيط حركة البورصة بإجراء تداول للوثائق.
- ✓ السماح للصناديق بالاستثمار في أصول أخرى غير الأوراق المالية، قد يؤدي إلى العجز في توفير السيولة في الوقت المطلوب لحاملي الوثائق وخاصة في الشركات المساهمة المرعوم إنشاؤها.

ثالثا: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

يواجه المستثمر في الصناديق مخاطر مباشرة تتعلق بالاستثمار في الصندوق ومخاطر مدير الصندوق، وأخرى غير مباشرة يواجهها الصندوق نفسه والتي تنعكس بصورة غير مباشرة على ذلك المستثمر⁶⁴.

- ✓ **المخاطر المباشرة:** يمكن تلخيص أهم المخاطر المباشرة التي يتعرض لها الاستثمار في الصندوق في ما يلي:
 1. **المخاطر المتعلقة بإدارة الصندوق:** وهي المرتبطة بشكل كبير بمدى خبرة ومعرفة مدير الاستثمار في اختيار الفرص الاستثمارية الجيدة، والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق العائد المتوقع، ومدى مصداقية ودقة المعلومات التي يقوم المدير بالإفصاح عنها.
 2. **المخاطر المتعلقة بنوعية الأمين:** أمين الاستثمار يقوم بمهمة موازية للمدير وفي أكثر الأحيان يكون الأمين جهة مختلفة عن المدير، ومهمة الأمين هو حفظ الأوراق والمستندات والسيولة الفائضة أو المؤقتة وإتمام إجراءات العقود بالبيع ونحوه. ولذلك فإن نوعية الأمين وقدراته وخبرته تؤثر على النتائج النهائية للصندوق ومن ثم فهي تمثل مخاطرة يواجهها المستثمر في الصندوق.

⁶³ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر (3)، الجزائر، 2011-2012، ص 184-185.

⁶⁴ فتحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي بالشلف، الجزائر، 2010-2011، ص 50-52.

3. **مخاطر العاملين في الصندوق:** أي عدم استقطاب الكوادر المؤهلة والمدربة للعمل فيها ليس فقط من الناحية الفنية للعمل ولكن أيضا من الناحية المعنوية من صدق وأمانة.
4. **مخاطر السيولة:** تتمثل في الخطر الناجم عن عدم مقدرة الصندوق على الوفاء بالتزاماته المالية في توزيع استحقاقها ويسهم في زيادة هذا الخطر ما يلي:
 - حدوث تذبذب في ثقة المستثمرين في سعة الصندوق.
 - عدم تنوع إدارة الاستثمار لتشكيلة المحافظ بشكل كاف.
 - اهتزاز الأسواق المالية التي يعمل فيها الصندوق وعدم استقرارها.
5. **المخاطر التشغيلية:** وهي المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي يتحملها الصندوق نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عملياته وتزداد المخاطر بتزايد حجم أعمال الصندوق المتعلقة بنوعية استثماراته. حيث يمكن أن يؤدي الحجم غير المناسب للصندوق إلى زيادة التكاليف ومن ثم انخفاض الكفاءة من أداء الصندوق لعمله، ويمكن أن ترتفع التكاليف عندما يزيد حجم الصندوق عن حد معين والذي ينخفض فيه متوسط التكاليف، بحيث يصعب إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم المعين (الحجم الأمثل)، وترتفع بذلك تكاليف إدارته أو يقل عائده.
6. **إساءة تسعير وحدات الصندوق:** وذلك من خلال تقييم وحدات الصندوق بأكثر من قيمتها الحقيقية بهدف تضليل المستثمرين بأداء الصندوق، وقد سبق أن حدث ذلك بالفعل في الولايات المتحدة الأمريكية عندما اكتشفت هيئة الأوراق المالية أن أحد الصناديق لم يأخذ في اعتباره الانخفاض الذي طرأ في أموال المستثمرين مما أدى إلى فشله في اتخاذ الإجراءات الرقابية اللازمة لاكتشاف ذلك الخطأ.
- ✓ **المخاطر غير المباشرة:** تنشأ المخاطر غير المباشرة من عوامل خارجية لا يمكن لمدير الصندوق أن يتحكم فيها وأهمها ما يلي:
 1. **مخاطر التضخم:** تتأثر الأصول المالية جميعا بالتضخم المتمثل بالارتفاع المستمر في الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، ونظرا لأن العائد في صناديق الاستثمار يتحقق في المستقبل فإن القيمة الزمنية للنقود تتغير لصالح الحاضر، لذلك على المستثمر تحديد العائد الذي يمكنه من حماية أمواله إزاء مخاطر التضخم فضلا عن تحقيق أرباح مناسبة، وتعد الأدوات المالية الممثلة لأدوات الدين أكثر تعرضا لتأثير التضخم.
 2. **مخاطر سعر الفائدة:** تتمثل في أي تأثيرات على عائد الصندوق نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة، وتزداد احتمالات حدوث تلك التأثيرات في حالة تشكيل إدارة الاستثمار بالصندوق لمحافظ أوراق مالية في بيئات يسودها التقلب في أسعار الفائدة إذ يؤثر هذا التذبذب على أسعار بعض الأصول سلبا أو إيجابا وذلك وفقا للعلاقة التي تربط سعر الفائدة والأصل.
 3. **مخاطر اختيار المراكز:** تقتصر بعض صناديق الاستثمار على بلدها فحسب إلا أن أكثرها يستثمر خارج الحدود، وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق إلى مخاطر اختيار المراكز، وتتضمن مخاطر تغير الصرف الأجنبي (إذ ربما حقق الصندوق ربحا بالعملة الأجنبية ولكن ذلك لا يتمثل على صفة ربح للمستثمر بعملته المحلية بسبب أسعار الصرف)، والمخاطر السياسية (كتغير الحكومات)، ومخاطر عدم القدرة على نقل الأموال إلى خارج البلد الأجنبي.

مما سبق يمكن القول أن المستثمر في صناديق الاستثمار يجب أن يكون على دراية بالمخاطر التي قد تتعرض لها هذه الصناديق قبل أن يقدم على الاشتراك فيها، وبالتالي فالعملية الانتقائية التي يقوم بها المستثمر بمساعدة مدير الاستثمار تكفل له الاختيار الأمثل لاختيار أوجه استثماراته والصندوق المناسب لأهدافه.

المطلب الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار

سنتطرق في هذا المطلب إلى آليات تشكيل وعمل صناديق الاستثمار، وكذلك توضيح الهيكل التنظيمي الذي ينظم عملها، بالإضافة إلى العمليات التي يقوم بها الصندوق وسياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار، وكذا محافظها.

الفرع الأول: آليات تشكيل وعمل صناديق الاستثمار

تختلف آلية تشكيل وعمل صندوق الاستثمار باختلاف الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه كل من إدارة الصندوق والمستثمرين فيه، إلا أن هناك سلسلة من الإجراءات والمراحل التي يشترك فيها كافة الصناديق وبغض النظر عن الهدف منها وذلك بدءاً من مرحلة تأسيس الصندوق وانتهاءً بتصفيته. وفي ما يلي نستعرض آلية عمل صناديق الاستثمار ومراحل تشكيلها:

أولاً: مرحلة دراسة المشروع وتأسيس الصندوق⁶⁵: تقوم الجهات المعنية بإنشاء صناديق الاستثمار سواء كانت الجهة المنشأة بنك أو شركة تأمين أو شركة مساهمة بدراسة مشروع الصندوق، التي تعتبر الخطوة الأولى لنشأته، وذلك من خلال دراسة السوق المالي المزعم الاستثمار فيه، ونشاط صناديق الاستثمار في السوق وأدائها، والوضع الاقتصادي العام، وجميع العوامل المؤثرة في الصندوق. ويتم اختيار نوع الصندوق وفق رغبات المستثمرين، حيث تحرص البنوك وشركات التأمين وشركات المساهمة على طرح أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر ممكن من رغبات المستثمرين، من صناديق العائد الدوري (صناديق الدخل) إلى صناديق النمو الرأسمالي (صناديق النمو) أو كلاهما (صناديق متوازنة).

ويتأثر اختيار المستثمرين أيضاً بين هذه الصناديق على مدى توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية وفي هذا الصدد نجد أن البنوك حتى البنوك التقليدية تتنافس فيما بينها في اختيار تشكيلة صندوق متلائمة من وجهة نظر البنك مع أحكام الشريعة الإسلامية، بحيث يتجنب الاستثمار في السندات أو سوق النقد أو أسهم الشركات ذات الأنشطة المحرمة، إلا أن مدى قبول المستثمرين لهذه الفكرة يرتبط أساساً بثقتهم في إدارة البنك، وقدرتها على تمييز الضوابط الشرعية للاستثمار المشروع، وفي هذا الصدد يلاحظ توجه لدى بعض إدارات الخدمات الاستثمارية في البنوك لتشكيل هيئات للرقابة الشرعية.

ثانياً: الحصول على الترخيص من هيئة سوق الأوراق المالية: قبل الخوض في كيفية منح الترخيص لمزاولة نشاط صناديق الاستثمار يجب التنويه إلى الفرق من حيث الشكل القانوني بين صناديق الاستثمار التي تنشئها البنوك أو شركات التأمين وصناديق الاستثمار التي قد تأخذ شكل شركة مساهمة:

⁶⁵ قروء علي، مرجع سبق ذكره، ص 24-27.

من حيث الشكل القانوني للصندوق فإن الصناديق التي تنشئها البنوك وشركات التأمين، فإنها لا تتمتع بشخصية معنوية مستقلة عن الجهة المنشئة لها، وبهذا فهي لا تمثل وحدة قانونية وإنما وحدة تنظيمية ومحاسبية مستقلة ماليا عن البنك أو الشركة التي تنشئه، وخلافا على هذا يجب على البنك أو شركة التأمين أن يخصص للصندوق حسابات مستقلة عن الأنشطة الأخرى، وعليه إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاط الصندوق.

أما صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة مساهمة للعمل في مجال الأوراق المالية طبقا لأحكام سوق المال ولائحته التنفيذية فإنها تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة مثل أي شركة أموال على أن يقتصر غرض الصندوق الذي تنشئه على التعامل في الأوراق المالية ولا يجوز له ممارسة نشاط أخرى.

غير أن صناديق الاستثمار بنوعها تحصل على ترخيص نشاطها من الهيئة العامة لسوق المال، من خلال طلب تسجيل أسهم الصندوق لدى هيئة الأوراق المالية، وهنا تطلب معظم إدارات البورصات تقديم المنشور الاستثماري للصندوق الذي يتضمن المعلومات التالية:

1. موافقة البنك المركزي (صناديق التي تنشئها البنوك).
2. مشروع نشرة الاكتتاب العام.
3. عقد الإدارة المبرم بين البنك المنشئ للصندوق وشركة إدارة صناديق الاستثمار.
4. شهادة مراجع الحسابات بالمبلغ المخصص من البنك لمباشرة نشاط صندوق الاستثمار (صناديق التي تنشئها البنوك).
5. أقرار مراجعي الحسابات بالموافقة على قبول حسابات الصندوق.
6. بيان من البنك يحدد المسؤول من البنك على الصندوق (صناديق التي تنشئها البنوك).
7. شهادة إيداع مصرفية بالمبلغ المخصص من الشركة لمباشرة نشاط صندوق الاستثمار (صناديق التي تنشئها شركات المساهمة).
8. بيان من الشركة بتحديد المسؤول عن إنهاء الإجراءات لدى السوق (صناديق التي تنشئها شركات المساهمة).
9. بيان من مدير الاستثمار يحدد فيه عدد وأسماء وحجم صناديق الاستثمار التي يقوم بإدارتها.
10. بيان من البنك بتعيين مراجعي حسابات الصندوق ومن بيع مراجعي الحسابات المقيدين بالسوق.
11. إيصال سداد الرسوم المقررة من السوق.

بعد استكمال الدراسة وإصدار الموافقة من هيئة السوق واعتماد نشرة الاكتتاب يكون الصندوق قد حصل على الترخيص، وبالتالي يكون جاهز لمزاولة نشاطه.

ثالثا: الاكتتاب و الاشتراك في الصندوق: تحرص الصناديق على إتباع أساليب تشجيعية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ولدعم الصندوق في مراحله لأولى، حيث يقوم الصندوق بتوظيف مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صندوق استثماري تابع للبنك المؤسس، وتحويل تلك المبالغ مضافا لها الأرباح إلي الصندوق عند بدء نشاطه. كما تتيح بعض الصناديق للمستثمرين إمكانية دفع رأس المال المكتتب به دفعة واحدة أو على دفعات دورية.

تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، وتسمى هذه الصكوك "شهادات" أو "وثائق الاستثمار"، التي تكون على نوعين:

- ✓ **شهادات اللوحة الاستثمارية:** وتتضمن إثبات ملكية الوحدة بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها.
- ✓ **شهادات القيمة الاسمية:** وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جدا مما تصدره الصناديق من الشهادات، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية وهي القيمة المدونة عليها.

رابعا: تنويع الاستثمار: من الإجراءات اللازمة في إدارة صناديق الاستثمار أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، فهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار وإلزام توجيه اللوائح والأنظمة في عامة الأقطار، ففي النظام المصري مثلا: ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على الأقل 10% من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز 15% من أوراق تلك الشركة، وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة. ومنها تعتبر المهمة أو المسؤولية الأساسية لمدراء المحافظ المالية. بصناديق الاستثمار هي الاستثمار الجيد للأموال التي تكون ملائمة للمستثمرين وتحقق نموا بمرور الزمن⁶⁶.

خامسا: تقييم الوحدة الاستثمارية⁶⁷: بعد أن يباشر الصندوق أعماله يقوم مدير الصندوق وبشكل دوري، يوميا أو أسبوعيا، بإجراء تقييم للوحدات الاستثمارية وذلك بهدف تحديد قيمة تداول الوحدة الاستثمارية، وهنالك ثلاث قيم مختلفة للوحدة الاستثمارية:

- ✓ **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب الأولي.
- ✓ **القيمة الحقيقية (الدفترية):** وهي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق مقسومة على عدد وحدات الصندوق في تاريخ التقييم، وبحسب صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق بالفرق بين القيمة السوقية لموجودات الصندوق محصوما منها أي التزامات ومصاريف مستحقة على الصندوق.
- ✓ **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي تباع بها الوحدة الاستثمارية، ويختلف تحديد القيمة السوقية حسب نوع الصندوق، ففي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد القيمة السوقية في السوق الثانوية من خلال العرض والطلب على الوحدة، أما في صناديق الاستثمار المفتوحة فيوجد سعرين وهما:
 - سعر للشراء: وهو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات من المستثمرين ويساوي القيمة الحقيقية ناقصا مصاريف عمولة الخروج من الصندوق أن وجدت.
 - سعر البيع: وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين ويساوي القيمة الحقيقية مضافا إليها مصاريف عمولة الدخول إلى الصندوق أن وجدت.

سادسا: الرسوم والمصاريف الإدارية: يتقاضى مدير الصندوق من المستثمرين بعض أو كل من الرسوم الآتية:

⁶⁶ فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص 26.

⁶⁷ قصي احمد الشيخ، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي - دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية، شهادة الماجستير في الاقتصاد، سوريا، 2015، ص 18.

- ✓ **رسوم الإصدار:** والتي يتم حسنها من قبل المدير عند استلام مبالغ المشترك، أي يتم خصمها من المبلغ المستثمر حال الاشتراك، وبعض الصناديق يتم الاشتراك فيها بدون دفع أية رسوم.
- ✓ **رسوم الإدارة:** وهي الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر في مقابل إدارة صندوق الاستثمار، وتتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية، أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق.
- ✓ **رسوم الأداء:** وهي رسوم إضافية يقطعها المدير إذا زادت أرباح الصندوق عن نسبة معينة، وهي تمثل حافزا للمدير لكي يحقق مستوى عالي من الأرباح.
- ✓ **رسوم الاسترداد:** يقصد بها تلك الرسوم التي يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، طالبا استرداد قيمة السهم (الوثيقة)، ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم فهي تتراوح في المتوسط بين 4% و5% من قيمة الأصل الصافية.

سابعا: أرباح وتوزيعات الصندوق: يحدد صافي أرباح الصندوق طبقا للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة بين صافي أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله عند تاريخ التقييم، وتتكون إيرادات صناديق الاستثمار من العوائد المتحققة من استثماراتها المختلفة والمكونة لمحفزتها الاستثمارية، حيث أن أرباح الصندوق قد تتولد إما بسبب توزيعات الأرباح أو الفوائد على الأوراق المالية أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية لأصول المحفظة الاستثمارية، وتتبع صناديق الاستثمار طريقتين في توزيع الأرباح، إما من خلال توزيع أرباح على حاملي وثائق الاستثمار، أو إعادة استثمار الأرباح المحققة وتدويرها ومنح المستثمر وثائق جديدة في الصندوق، وهنا يحصل المستثمر على الربح عندما يقوم ببيع الوثيقة الاستثمارية أو التبرص حتى انقضاء الصندوق وتصفيته.

ثامنا: استرداد وثائق الصندوق: يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة متى شاء استرداد كل أو بعض الوحدات المستثمرة وفي حال الاسترداد الجزئي تشترط بعض الصناديق أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإذا قلت عن ذلك يلزمه استرداد كامل مبلغ الاستثمار، وبالنسبة لقيمة الوحدة المستردة فإن بعض الصناديق تأخذ بالأسعار القائمة في يوم التقديم والبعض يأخذ بالأسعار في يوم التقييم اللاحق ليوم تقديم الطلب (أي بأسعار مستقبلية)، والبعض ألا تقل المدة بين يوم التقديم ويوم التقييم عن حد معين، ولا يدفع قيمة الوحدات المستردة مباشرة وإنما بعد متفق عليها مسبقا وهي في العادة لا تتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ طلب الاسترداد⁶⁸.

تاسعا: تصفية الصندوق⁶⁹: ينقضي عمر الصندوق بانقضاء الفترة الزمنية المحددة له في المنشور الاستثماري، وإذا لم يكن له مدة محددة فإن المدير يقرر انقضاء الصندوق في حالة رأى أن قيمة موجودات الصندوق غير كافية لتبرير مواصلة تشغيل الصندوق، أو إذا حدث تغير في القوانين أو إذا طرأت ظروف أخرى يعتبرها مدير الصندوق سببا لإنهاؤه وتصفيته. وعند التصفية يتم تصفية الأصول وتأدية الالتزامات المرتبة عليه، ويكون نتائج التصفية موزعة على حاملي الوثائق بنسبة ما تحمله وحداتهم الاستثمارية من إجمالي وحدات الصندوق.

⁶⁸ قرود علي، مرجع سبق ذكره، ص 28-29.

⁶⁹ قضي احمد الشيخه، مرجع سبق ذكره، ص 19.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

يختلف الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار حسب تنوع أغراض الصندوق، وكذلك تبعاً لحجم استثماراته ووفقاً لشروط عقد تكوينه، لكن بوجه عام يتميز الهيكل التنظيمي بما يلي:

- ✓ **مدير الصندوق⁷⁰**: يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة، ويمكن للمدير أن تسند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة الاستثمار. ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته له عمولة أو أتعاباً يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة (نسبة مئوية معينة) من صافي قيمة وحدة الصندوق، ويصدر مدير الصندوق للمستثمرين فيه مقابل حصصهم في الصندوق وحدات استثمارية أو شهادات استثمار.
- ✓ **أمين الصندوق⁷¹**: وهو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالية المتين، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار. ويتقاضى أمين الصندوق هو الآخر عمولة تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق.
- ✓ **وكيل البيع**: هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع شهادات الاستثمار، التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكاً أو شركة استثمار.
- ✓ **الهيئة الاستشارية**: وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق، وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة، ويمكن أن تتكون هذه الهيئة من أفراد أو هيئات متخصصة⁷².

الفرع الثالث: عمليات صناديق الاستثمار وسياساتها

أولاً: عمليات صناديق الاستثمار

تتمثل العمليات التي تقوم بها صناديق الاستثمار بما يلي:

- ✓ **تسعير الوحدات الاستثمارية**: يقصد بذلك تحديد سعر للوحدات الاستثمارية في الصندوق وإعلانه، وعادة ما يتم التسعير والإعلان حسب نوع الصندوق المعني.
- ✓ **تحديد رسوم الاشتراك**: هي تلك الرسوم التي تفرضها الصناديق بهدف تغطية بعض تكاليفها وخاصة تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال. وهناك صناديق تفرض هذه الرسوم عند بداية اشتراك المستثمر وبداية التداول في وحدات الصندوق في الأسواق (كالصناديق المفتوحة). بينما هناك صناديق تفرض هذه الرسوم

⁷⁰ عمر عيو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية -، شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2015-2016، ص118.

⁷¹ شريط صلاح الدين، أصول صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار حثيثا للنشر والترجمة، القاهرة، 2019، ص191.

⁷² حليلة عطية، عبد الحفيظ خزان، محمد لمن علون، مرجع سبق ذكره، ص138.

عند خروج المستثمر من الاستثمار (كالصناديق المغلقة). بينما تربط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر فيها، بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر طول المدة.

✓ **الاسترداد والتداول:** تعد السيولة من أهم عناصر جذب المستثمر إلى صناديق الاستثمار ويستطيع المستثمرون في الصناديق المفتوحة استرداد أموالهم بصفة دورية من الصندوق، إذ يعتمد المدير على الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة يمكنه من شراء وحدات المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير. ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعمر الصندوق والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق.

✓ **رسوم الإدارة:** يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته. وتصميم طريقة احتساب المدير رسومه بحيث تولد لديه الحوافز على تحقيق النمو في الصندوق. ويعتمد حساب الرسوم على القيمة الصافية لأصول الصندوق بصورة دورية⁷³.

✓ **الاحتياطات:** تحتفظ الصناديق عادة بالاحتياطات، تقتطعها من الأرباح، والغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه، وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات. وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق، وتعد جزءاً من الأموال فيه، بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته، إن كان له مدة⁷⁴.

ثانياً: السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة الصندوق وطبيعة أغراضه وأهدافه ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى الأنواع التالية⁷⁵:

- **السياسة المتحفظة أو الدفاعية:** هي التي يكون فيها المستثمر متحفظاً تجاه المخاطر ويؤكد على عاملي الأمان والاستقرار، وعليه غالباً ما تستثمر الأموال في سندات طويلة الأجل وأسهم ممتازة مما يضمن دخلاً ثابتاً ومستقراً لفترة طويلة.
- **السياسة الهجومية:** هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على جني الأرباح عند حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، حيث تكون الغلبة للأسهم العادية في تشكيلة المحفظة، حيث يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها لفترة من الزمن حتى ترتفع الأسعار ليتم بيعها حينذاك وجني أرباح رأس مالية، وعادة ما يكون عنصر المخاطرة في هذا المجال كبير.
- **السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية):** هي تلك السياسة التي يراعى فيها المستثمر تحقيق نسبة من الأمان، وفي نفس الوقت جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من الارتفاع في الأسعار. وعادة ما تتكون المحفظة في هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وكذلك من السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة.

⁷³ منير الحكيم، صناديق الاستثمار: عملياتها، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأردن، العدد 1، 2011، ص 48.

⁷⁴ شبلية عائشة، مرجع سبق ذكره، ص 08.

⁷⁵ محمد الفاتح المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، 2017، ص 304.

الفرع الرابع: محافظ صناديق الاستثمار

أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية

تتعدد تعريف المحفظة الاستثمارية من أهمها:

التعريف الأول: هي تشكيلة من الأوراق المتنوعة يتم اختيارها بعناية ودقة فائقتين يديرها المستثمر بنفسه أو ينوب عنه شخص آخر، بحيث تحقق أكبر عائد ممكن وبأقل خطر محتمل⁷⁶.

التعريف الثاني: هي عبارة عن توليفة من الأدوات الاستثمارية تضم أدوات مالية كالأسهم، والسندات، القبولات المصرفية وأذون الخزانة وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة⁷⁷.

وعليه يمكن القول أن المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن أداة مركبة من أدوات استثمارية يمكن أن تكون مالية أو حقيقية وهدفها تعظيم العائد مقابل تدنية المخاطر.

ثانياً: أهمية المحفظة الاستثمارية

تنبع أهمية المحفظة من وجود فوائض مالية لدى مختلف القطاعات والمؤسسات والأفراد وكذلك توسع نشاط المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت الخبرة وتوسعيها في تقديم الخدمات والنصائح الاستشارية إلى المستثمرين بالإضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي والتقدم في تكنولوجيا المعلومات، وكذلك الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة وهو العمل على استغلال رأس المال الفائض الاستغلال الأمثل لغرض تحقيق الربح، وأيضاً إلى توسع نشاط بعض المؤسسات والشركات ذات الطبيعة الخاصة التي تتعامل بالأموال، مما أدى إلى تراكم الأموال لديها بأحجام كبيرة كشركات التأمين وصناديق التقاعد، مما دفعها إلى استثمار هذه الفوائض لكي تفي بالالتزامات المالية المختلفة من خلال إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ استثمارية تلي حاجة هذه الشركات⁷⁸.

ثالثاً: أوجه التشابه والاختلاف بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار

توجد علاقة وثيقة بين كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار فكلاهما من الأنشطة التي تباشرها الشركات العاملة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، غير أن هذا لا يمنع من وجود اختلاف بينهما⁷⁹.

⁷⁶ ربيعة عبو، أثر خطر الصرف على خصائص المحفظة الإستثمارية- بناء محفظة أسهم دولية في سوق السعودية بإستخدام البرمجة التريعية-، مجلة الإقتصاد والمالية، الجزائر، العدد 01، 2022، ص 148.

⁷⁷ عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية- دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي-، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، العدد 01، 2017، ص 101.

⁷⁸ توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية- غزة، فلسطين، 2015، ص 38.

⁷⁹ عمر عبو، مرجع سبق ذكره، ص 145.

- 1- **أوجه التشابه:** تتفق المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار في عدة أوجه وهي:
 - ✓ تعتبر أسلوبين جديدين من أساليب إدارة الأموال.
 - ✓ تتكون كل من المحافظ وصناديق الاستثمار من تشكيلة من الأوراق المالية القابلة للتداول.
 - ✓ إن كل منهما يعتبر وعاء من أوعية الاستثمار الهدف منها الحفاظ على أصل المال وتحقيق أكبر عائد ممكن وبأقل مخاطر.
 - ✓ يتولى الإدارة في كل منها جهة متخصصة ومحترفة وذات خبرة في الإدارة المالية.
- 2- **أوجه الاختلاف:** رغم التشابه الكبير بين المحافظ والصناديق الاستثمارية إلا أن بينهما اختلافات وتمثل فيما يلي:
 - ✓ تختلف المحافظ الاستثمارية عن صناديق الاستثمار من حيث نوعية المستثمر المتعامل معه وإمكانياته المادية، فالمحافظ تعتبر أسلوباً لإدارة أموال المستثمر الكبير الذي يسلم أمواله لإحدى شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية أما الصناديق فهي أسلوب لتجميع وإدارة مدخرات صغار المستثمرين إما لضيق وقتهم أو لعدم توفر الخبرة.
 - ✓ تختلف من حيث أسلوب الإدارة فالمحظة تدار بإحدى طريقتين إما أن يتولى المستثمر إدارة محفظته بنفسه إذا كان خبيراً بمسائل الاستثمار المالي أو أن ينوب عنه شخص آخر وذلك إذا افتقد المستثمر عنصر الخبرة والتخصص في أسس الاستثمار المالي وقواعده. في حين أن صندوق الاستثمار يدار من خلال مدير متخصص مستقل في الإدارة عن الجهة المالكة للصندوق.
 - ✓ يمكن لصناديق الاستثمار أن تكون جزءاً من محفظة الاستثمار ولكنها لا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلاً عنها، فالمحظة في هذا الجانب أعم من الصناديق.

المطلب الثالث: قياس أداء صناديق الاستثمار

سنوضح في هذا المطلب أهمية وأساليب قياس أداء صناديق الاستثمار، كذا الجوانب الأخرى في القياس.

الفرع الأول: أهمية قياس أداء صناديق الاستثمار

تعتبر عملية قياس أداء الصناديق الاستثمارية في غاية الأهمية سواء للمستثمرين فيها أو للقائمين عليها وذلك من أجل⁸⁰:

- ✓ التقصي بشكل عادل وعلمي على النتيجة الحقيقية لمجموع القرارات الاستثمارية المتخذة خلال فترة زمنية معينة من قبل القائمين عليها.
- ✓ تقييم استراتيجيات الاستثمار القائمة وإمكانيات ومواقع التعديل الكمي والكيفي اللازم ومباشرتها لمواجهة تطورات المستقبل وتوقعاته.

⁸⁰ عتروس صبرينة، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية دراسة حالة: عينة من صناديق الأسهم السعودية، شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2016-2017، ص132-130.

- ✓ التأكد من كفاءة وقدرة الإدارة على القيام بمهمة إدارة الأموال بالنسبة لحاملي الحصص أو بالنسبة لمؤسسي الصناديق.
- ✓ الجهات الرقابية عادة يهتما نجاح الاستثمارات هذه لما لها من تأثير على مجمل الاقتصاد الوطني وأحوال المستثمرين لتعزيز ثقتهم بكفاءة ومرونة السياسات النقدية والمالية والتشريعات المتصلة بها.
- ✓ المحللون الماليون والأكاديميون يهتمهم فحص هذه العينات للاسترشاد بها ومقارنتها ببعضها واختيار الأمثل لتنصح بها مستثمريها وعملائها.

الفرع الثاني: أساليب قياس أداء صناديق الاستثمار

هناك العديد من الأساليب التي يتم من خلالها قياس أداء الصناديق الاستثمارية ويمكن الاعتماد على أسلوبين أساسيين هما الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي، والأسلوب المزدوج أو الثنائي الذي يناسب المستثمر ذو المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، وفيما يلي شرح لكلا الأسلوبين:

أولاً: الأسلوب البسيط

بمجرد يعتمد الأسلوب البسيط في قياس الأداء على العائد الذي يحققه الصندوق دون مراعاة لمخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها الصندوق، وعلى المستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار الذي يستثمر فيه أمواله مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى، حيث يحسب هذا المعدل بالصيغة التالية:

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_c}{P_0}$$

حيث أن:

R : قيمة المؤشر أو قيمة معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق.

P_0 : قيمة الأصل في بداية الفترة (سعر الشراء).

P_1 : قيمة الأصل في نهاية الفترة (سعر البيع).

$(P_1 - P_0)$: تمثل الأرباح الرأسمالية غير المحققة والتي تعكس تحسناً في القيمة السوقية للتشكيلة.

D_c : الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة.

D : الأرباح الإيرادية الموزعة خلال الفترة.

والجدير بالملاحظة أن المعادلة السابقة الذكر تأخذ بعين الاعتبار الأرباح الرأسمالية والإيرادية في حالة الصناديق المفتوحة، وأما في حالة الصناديق المغلقة فيؤخذ في الاعتبار الأرباح الإيرادية فقط، والجدير أيضاً بالذكر أن عدم مراعاة مخاطر الاستثمار لا يعني تجاهلها تماماً بل يقوم المستثمر بتقييم المخاطر عند الدخول في استثمار معين فإذا كان حجم المخاطر عالياً جداً لا يدخل مهما كان العائد.

ثانيا: الأساليب الكمية (الأسلوب المزدوج)

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار، تركيزه على العائد دون أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطر، ولتجنب هذا العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار، تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة، ومن أبرز هذه النماذج ما يلي:

1- نموذج شارب Sharpe Model (أسلوب المخاطر الكلية)⁸¹: قدم وليم شارب (Sharpe 1966)

مؤشر Sharpe's Index لقياس أداء محفظة الأوراق المالية (صناديق الاستثمار)، وهو مقياس مركب يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد. ويقوم مقياس شارب على عدة نقاط:

- معدل العائد الخالي من المخاطر.
 - متوسط معدل العائد للصندوق.
 - المخاطر الكلية للصندوق مقاسا بدلالة δ الانحراف المعياري.
- وبذلك يقاس المؤشر لكل صندوق كما يلي:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\delta_p}$$

حيث:

S : تمثل مؤشر شارب.

R_p : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق.

R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

δ_p : يمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمارات للصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية للاستثمارات الصندوق.

2- نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة) Treynor's Performance Model's 1965:

قدم ترينور نموذج يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض أن المحافظ تم تنوعها تنوعا جيدا، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة باستخدام معامل β كمقياس لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة) بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة، ويمكن صياغة معادلة النموذج على النحو التالي:

⁸¹ حاج قويدر قورين، عمر عبو، كمال قسول، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية-، المعيار في الحقوق والعلوم السياسية والإقتصادية مجلة فصلية أكاديمية محكمة مفهرسة، الجزائر، العدد 02، 2019، ص 142-143.

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta}$$

حيث:

T : تمثل قيمة المؤشر.

R_p : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق.

R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

ويحسب β بالمعادلة التالية:

$$\beta = \frac{\text{cov } R_p R_m}{\delta_m^2}$$

R_m : تمثل عائد السوق.

δ_m : تمثل الانحراف المعياري لعائد السوق.

β : مقياس مخاطر السوق.

3- مقياس جنسن: يسمى هذا المقياس أيضا جنسن ألفا العائد التفاضلي لجنسن، ويعتمد هذا المقياس على

نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد:

- **المقدار الأول:** يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.
- **المقدار الثاني:** يتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها علاوة خطر السوق.

وكما أشرنا أعلاه فإن نموذج جنسن يعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Modèle des Actif financier d'évaluation واختصارا MEDAF والانجليزية Capital Asset Pricing model أو اختصارا CAPM، وينطلق هذا النموذج من فرضية أن المستثمرين يتوفرون على المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات ويمتازون بالرشد الأمر الذي يتيح لهم تعظيم منافعهم أو تعظيم عوائدهم الناتجة عن توظيف أموالهم ومن جهة أخرى يسعى هؤلاء المستثمرين إلى تخفيض المخاطر الكلية المرتبطة بتوظيفاتهم، وبذلك فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يربط بين العائد المطلوب على الأصول المختلفة (أسهم عادية مثلا) وبين المخاطر المنتظمة (السوقية)، التي لا يمكن تجنبها بالتنوع بفرض أن يتم ذلك في أسواق مالية تعمل بكفاءة معقولة، وبذلك يدرس هذا النموذج العلاقة بين عائد الورقة ومخاطرها، كما يقوم بدراسة العلاقة بين عائد المحفظة ومخاطرها.

وعلى ذلك يمكن صياغة نموذج جنسن بالمعادلة الآتية:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$$

حيث:

R_p : عائد الصندوق.

R_f : معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

R_M : عائد السوق.

وتشير المعادلة في أن معامل α إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلي الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلي الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر فيشير ذلك إلي عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

4- مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر (RAP) Risk Adjusted Performance:

قدم (Leah&francoMadigliani 1997) مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا نموذج (M^2)، نسبة إلي الأحرف الأولى من أسميهما، حيث أن مقياس شارب وترينور مقياس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار الاستثمار، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقياس أمرا صعبا، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة استثمارية أمرا سهلا. ويمكن صياغة معادلته كما يلي:

$$RAP = R_f + (\bar{R}_p - R_f) \left[\frac{\delta_m}{\delta_p} \right]$$

حيث:

RAP : معامل الأداء المعدل بالمخاطر.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر.

\bar{R}_p : متوسط عائد المحفظة.

δ_m : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق.

δ_p : الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم.

ويعكس المقدار $\left[\frac{\delta_m}{\delta_p} \right]$ العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم.

بينما يشير $(\bar{R}_p - R_f)$ إلي مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر.

أما الجديد الذي قدمه مؤشر *RAP* فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات، إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية⁸².

بعيدا عن هذه النماذج التي تقيم أداء الصندوق في حد ذاته يلجأ الكثير من الباحثين عند ذكر محددات أداء صناديق إلى تركيز على مجموعة من مؤشرات (إجمالي أصول صناديق الاستثمار، عدد صناديق الاستثمار، عدد المشتركين في صناديق الاستثمار)⁸³.

الفرع الثالث: جوانب أخرى في قياس أداء صناديق الاستثمار

إلى جانب ما سبق ذكره من أساليب وطرق شائعة في تقييم أداء صناديق الاستثمار والمتمثلة في الأسلوبين البسيط والمزدوج، توجد جوانب أخرى في تقييم أدائها لا بد من أخذها بعين الاعتبار ألا وهي⁸⁴:

✓ **إمكانية المحافظة على مستوى المخاطر:** أي مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق وذلك مقارنة مع مستوى أو درجة المخاطر المحدد في هدف إنشائه، وفي هذا الصدد قد نجد بعض الصناديق قد حققت مخاطر فعلية أكبر من المخاطر المستهدفة والعكس صحيح.

✓ **قياس مستوى التنوع:** فدراسة مستوى التنوع لصناديق الاستثمار سيزيد من قدرة الصناديق على التخلص من المخاطر غير المنتظمة أو تقليلها إلى حدتها الأدنى، ويكون ذلك من خلال مقارنتها مع بعض المؤشرات التي يختارها مدير الصندوق بناء على نوعية استثمارات الصندوق من الناحية الجغرافية أو من ناحية نوع الأدوات المالية المستثمر فيها.

✓ **قياس ومقارنة متوسط معدل العائد مع مؤشرات الأخرى:** ويكون ذلك بمقارنة متوسط معدل العائد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات العالمية المعروفة والمناسبة كمؤشر (Dow Jones) ومؤشر (Standard & Poor's 500).

✓ **قياس التكاليف:** بحيث يترتب على الصناديق الاستثمارية نوعين من التكاليف **تكاليف مباشرة** أو ما يصطلح عليها التكاليف الصريحة والتي تخضع لإدارة الصندوق ويجب عدم المبالغة فيها وتشمل أتعاب الإدارة، المصارف الإدارية، رسوم شراء أو استرداد قيمة الأسهم وغيرها، وأخرى **غير مباشرة** أو التكاليف الضمنية والمقصود بها تكاليف المعاملات والمتعلقة بعمولة السمسرة، آثار الصفقات الكبيرة، هامش ربح بيع وشراء الأسهم وغيرها، وبالتالي فالهدف من قياس التكاليف هو التقليل من هذه التكاليف ما أمكن من أجل تحسين أداء الصندوق.

⁸² عطية حليلة، شواربية محمد الأمين، مرجع سبق ذكره، ص 79-80.

⁸³ حليلة عطية، عبد الحفيظ خزان، محمد لمن علون، مرجع سبق ذكره، ص 139.

⁸⁴ عتروس صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص 135-136.

المطلب الرابع: العلاقة بين سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار من العوامل الرئيسية في سوق الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس سنوضح علاقة صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية فيما يلي⁸⁵:

إن فشل المدخرين العاديين في استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية بسبب عدم خبرتهم وتواضع مدخراتهم، يجعلهم يجمعون عن ارتياد سوق الأوراق المالية، فإذا جاءت صناديق الاستثمار لاستقبال هذه المدخرات وحسن استثمارها وتحقيق العائد الآمن المتزن والمستقر للمدخرين العاديين، فإن ذلك سيؤدي منطقياً إلى تشجيعهم على ضخ مدخراتهم في سوق الأوراق المالية، حيث تؤدي صناديق الاستثمار دور الوسيط بين هؤلاء المدخرين والشركات الصناعية والتجارية والعقارية، التي تطرح أسهمها وسنداتهما في سوق الأوراق المالية، وهذا ما يساهم في تنشيطها واتساعها.

إن خاصية التنويع التي تتسم بها صناديق الاستثمار، وما يترتب عنها من انخفاض للمخاطر، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق المال، وكذلك محدودي الموارد بأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار، التي تقوم بدورها مستخدمة حصيلة بيع أسهمها حتى تكون تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

كما أن صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة والمغلقة تمثلان دعامتان أساسيتان ذات مقومات ما يتيح لذا تنشيط سوق الأوراق المالية، وذلك لما تتمتع به هذه من قدرة على التنويع، إدارة المخاطر، تخفيض تكلفة العمليات، تحقيق السيولة للأوراق المستثمرة وتوفير الاستقرار في سوق الأوراق المالية.

إضافة إلى أن وجود الخبرات الإدارية المحترفة لصناديق الاستثمار تستطيع انتقاء أفضل الأوراق المالية، وهذا ما يساعد على ترشيد حركة النمو الاقتصادي بوجه عام، فقيام مديري محافظ الأوراق المالية بإجراء عمليات التحليل الداخلي للشركة مصدرة الورقة المالية، ومعرفة إمكانية نموها الحالية والمستقبلية وموقف تلك الورقة في السوق، يساعد على استبعاد الأوراق غير الجيدة، مما يقلل فرص تداولها، ويجعل الشركة صاحبة الورقة تتمتع من إصدارات جديدة منها، بل تفكر في تغيير نشاطها الأساسي.

ومعنى ذلك أن: مديري الصناديق يؤثرون في سوق التداول، وهذه الأخيرة تؤثر في سوق الإصدار، وهذا ما ينعكس على ترشيد أداء الشركات مصدرة الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يساعد في ضبط وترشيد حركة النمو الاقتصادي.

وتعمل صناديق الاستثمار على تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق توزيع أرباح الأسهم وفوائد السندات، وذلك في صورة عائد للصكوك التي تصدرها هذه الصناديق للمدخرين، كما يشمل هذا العائد الأرباح التي تحققها صناديق الاستثمار من فروق أسعار بيع وشراء الأوراق المالية، التي تتكون منها حوافظها، إذ كثيراً ما تعمل هذه الصناديق على تحريك حوافظها، ببيع أجزاء منها أو بشراء أجزاء جديدة تضيفها إليها، ويؤدي تحريك هذه المحافظ

⁸⁵ عطية حليلة، شوارفة محمد الأمين، عبابسة خديجة، دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية-سوق الأسهم السعودي أنموذجاً خلال الفترة (1996-2017)، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، الجزائر، العدد 01، 2020، ص 78-79.

على هذا النحو إلي تنشيط سوق الأوراق المالية وتهيئة فرص جديدة جيدة لاستثمار المدخرات الجديدة في الأوراق المالية لكل من تعوزه الخبرة من المدخرين الجدد المنضمين إلي تلك الصناديق.

المبحث الثالث: مراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة

تعتبر الدراسات السابقة الركيزة الأساسية لبناء الدراسة الحالية، وعليه سنتناول من خلال هذا المبحث إلي أهم الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع دراستنا.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة التي تم تطبيقها بأسواق الأوراق المالية العربية

سنتطرق في هذا المطلب لعرض الدراسات السابقة التي تم تطبيقها على مستوى أسواق الأوراق المالية العربية وذلك حسب التسلسل الزمني من الأحدث إلي الأقدم.

أولاً: دراسة (راضية بوكرائي، محمد سعدوني، ناصر صلاح الدين غربي، 2022)⁸⁶، وهي مقالة، تحت عنوان: تأثير أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم السعودي (خلال الفترة 1996-2020)، حيث هدفت الدراسة إلي تحديد دور صناديق الاستثمار في التأثير على سيولة سوق الأسهم، وذلك من خلال استقراء تجربة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة من 1996 إلي 2020، كما اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لعرض المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار والمنهج القياسي من أجل معرفة مدى تأثير مؤشرات أداء صناديق الاستثمار (عدد الصناديق، عدد المشتركين، إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة على سيولة سوق الأسهم السعودي (معدل دوران الأسهم) كمتغير تابع، وفق نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، توصلت الدراسة إلي مجموعة من النتائج منها أن مؤشرات أداء صناديق الاستثمار تفسر 59% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم في السوق السعودية باستثناء مؤشر عدد الصناديق والذي لا يدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في معدل الدوران، ووجود علاقة طردية بين عدد المستثمرين ومعدل دوران الأسهم وعلاقة عكسية بين مؤشر إجمالي الأصول ومعدل دوران الأسهم في سوق الأسهم السعودي، وكذلك ضعف تأثير أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة، كما خلصت الدراسة إلي عدة توصيات منها زيادة عدد صناديق الأسهم السعودي حيث أن التعامل فيه يقتصر على الأسهم بنسبة كبيرة، وهذا من أجل زيادة مساهمة وتأثير صناديق الاستثمار فيه.

ثانياً: دراسة (عطية حليلة، 2022)⁸⁷، وهي مقالة بعنوان: قياس أثر نشاط مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة "سوق الأسهم السعودي أنموذجاً"، حيث هدفت الدراسة إلي إبراز مدى انعكاس مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم العادية في سوق الأسهم السعودي وذلك خلال الفترة 1996-2017، تم استخدام في هذه الدراسة المنهج الوصفي للإلمام والإحاطة بمختلف الجوانب النظرية التي تخص قيمة الأسهم العادية

⁸⁶ راضية بوكرائي، محمد سعدوني، ناصر صلاح الدين غربي، تأثير أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم السعودي (خلال الفترة 1996-2020)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، الجزائر، العدد 01، 2022.

⁸⁷ عطية حليلة، قياس أثر نشاط مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة "سوق الأسهم السعودي أنموذجاً"، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، العدد 20، 2020.

وصناديق الاستثمار والمنهج الكمي لقياس مدى تأثير عدد الأسهم العادية المتداولة في سوق الأسهم السعودي (كمتغير تابع) بنشاط مؤشرات صناديق الاستثمار (إجمالي عدد الصناديق الاستثمار، إجمالي أصول الصناديق، عدد المشتركين في الصناديق) كمتغيرات مستقلة، وفق نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها وجود عدد معتبر من الصناديق الاستثمارية المتداولة في سوق الأسهم السعودي، أما فيما يخص سوق الأسهم السعودي فقد تأثر أداءه بالعديد من الأزمات، وجود علاقة طردية وذات معنوية إحصائية بين عدد صناديق الاستثمار وعدد الأسهم المتداولة، بينما هناك علاقة عكسية بين كل من إجمالي الأصول، عدد المشتركين و بين عدد الأسهم المتداولة، يتضح من خلال معامل التحديد (R^2) أن حوالي 77.76% من التغيرات الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة سببها التغيرات الحادثة في مؤشرات صناديق الاستثمار، كما توصلت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات أهمها الشفافية في تقديم المعلومات الخاصة بأداء صناديق الاستثمار لزيادة ثقة المستثمرين، وبالتالي زيادة الطلب على المشاريع الاستثمارية في الأسواق المالية وإصدار تشريع ينص على تشديد نظام الرقابة على أعمال صناديق الاستثمار، وتحديد الحد الأدنى لحجم الصفقات التي يقوم بها حتى يتجنب المنافسة مع صغار المستثمرين، ومن ثمة سيؤدي إلى خروجهم من السوق.

ثالثاً: دراسة (بوضيف جهاد، 2019-2020)⁸⁸، بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، حيث هدفت الباحثة من خلال أطروحتها إلى تحديد الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية السعودية وانعكاسها على الاقتصاد السعودي، خلال الفترة 1992-2017، وذلك بالاعتماد على كل من المنهج التاريخي والمنهج الوصفي، وكذلك المنهج الإحصائي القياسي من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL) لقياس تأثير صناديق الاستثمار على سوق الأسهم السعودي بحيث وضعت الباحثة (القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي CB) كمتغير تابع أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة وضعت كل من (أصول صناديق الاستثمار، القروض الموجهة للقطاع الخاص، القيمة المتداولة للأسهم) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها أن صناديق الاستثمار السعودية قد استطاعت خلال الفترة الماضية استحوذ على اهتمام قاعدة عريضة من مختلف شرائح المستثمرين في السعودية أو بعض المستثمرين الأجانب من أفراد ومؤسسات من خارج الدولة، أين وصل عدد المشتركين في صناديق الاستثمار 238 445 مشترك سنة 2017، بالإضافة إلى وجود استجابة قوية بين أصول صناديق الاستثمار والقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية، كما أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة قوية بين أصول صناديق الاستثمار وباقي المؤشرات التي تتمثل في القيمة المتداولة للأسهم والقروض المقدمة للقطاع الخاص والقيمة السوقية. وعلى ضوء هذه النتائج قدمت الدراسة عدة اقتراحات من بينها رفع درجة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين بأهمية التعامل في السوق المالية في مختلف أدائها وخاصة صناديق الاستثمار، إضافة إلى وضع سياسة ترويجية محلية ودولية أكثر فعالية لصناديق الاستثمار لجذب صغار المستثمرين وتوظيف مدخراتهم بما يحقق لهم عائد مقبول.

⁸⁸ بوضيف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، شهادة دكتوراه في مالية البنوك والتأمينات، جامعة حمد خضير بسكرة، الجزائر، 2019-2020.

رابعاً: دراسة (حليمة عطية، 2019-2020)⁸⁹، تحت عنوان: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية "دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية خلال الفترة (2006-2017)"، حيث هدفت الباحثة من خلال أطروحتها إلى إظهار مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأسهم السعودي، خلال الفترة 2006-2017، حيث تم الاعتماد على أدوات المنهج الوصفي التحليلي إضافة إلى تحليل البيانات المتاحة الخاصة بأداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، كما تتبعت الدراسة المنهج الكمي لتحديد أثر صناديق الاستثمار على أداء السوق عن طريق دراسة المتغيرات المستقلة الرئيسية والمتمثلة في (إجمالي عدد الصناديق الاستثمار، إجمالي أصول الصناديق، عدد المشتركين في الصناديق) ومدى تأثير هذه المتغيرات على المؤشرات التابعة للسوق المالي السعودي المتمثلة في (القيمة السوقية، عدد الأسهم المتداولة، المؤشر العام للأسعار و معدل الدوران)، و تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وخلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من نتائج أهمها أن صناديق الاستثمار التي أنشأتها المملكة العربية السعودية لصغار المستثمرين مثلت إضافة حقيقية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، وأنه توجد علاقة إيجابية وذات معنوية إحصائية بين جميع المتغيرات المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار وأداء سوق الأسهم السعودي، باستثناء مؤشر معدل دوران السهم، وتوصلت هذه الدراسة لعدة توصيات منها تطوير قواعد وأسس تنظيم عمل صناديق الاستثمار لمواكبة التطورات الاقتصادية العالمية.

خامساً: دراسة (عطية حليمة، بن سماعيل حياة، 2020)⁹⁰، وهي مقالة، حاملة لعنوان: **صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية " حالة سوق الأسهم السعودي "**، ويتمحور الهدف الأساسي لهذه الدراسة في الكشف عن أثر نشاط صناديق الاستثمار وتداولها على أداء سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2006-2017)، بحيث تناولت الدراسة ثلاث نقاط أساسية ألا وهي الملامح الرئيسية للأسواق المالية واللامح الرئيسية لصناديق الاستثمار وتوضيح أداء سوق الأوراق المالية السعودية نتيجة وجود صناديق الاستثمار من خلال عدة مؤشرات (عدد صناديق الاستثمار، عدد المستثمرين فيها وعدد المشتركين بالإضافة إلى حجم أصولها) خلال الفترة محل الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من نتائج أهمها تلعب صناديق الاستثمار أدواراً كبيرة في تنشيط سوق الأسهم السعودي سواء بطريقة مباشرة من خلال الصناديق المغلقة أو بطريقة غير مباشرة بالصناديق المفتوحة، رغم أن هذه التجربة لا زالت حديثة في المملكة العربية السعودية إذا ما قورنت بالدول المتطورة حيث ظهر أول صندوق استثماري سنة 1979 والعائد لبنك الأهلي التجاري ولكن تطورها لم يكن إلا في بداية الألفية وتحديداً سنة 2001 حين قفزت أصولها إلى 49.8 مليار ريال لتصل إلى ما يقارب 100 مليار ريال سنة 2007، وخلصت هذه الدراسة لعدة توصيات منها أنه يجب زيادة عدد الصناديق المغلقة والاستفادة من مزاياها، إذ أن وحدات الاستثمار التي تصدرها تتداول في سوق الأوراق المالية ويؤدي ذلك إلى إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة فيه، بالإضافة إلى الإقرار بأهمية صناديق المؤشرات المتداولة في استقطاب المستثمر الأجنبي بفعالية ولدورها الكبير في الأسواق العالمية والعمل على ذلك.

⁸⁹ حليمة عطية، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية "دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية خلال الفترة (2006-2017)"، شهادة دكتوراه في

الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2019-2020.

⁹⁰ عطية حليمة، بن سماعيل حياة، صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية "حالة سوق الأسهم السعودي"، مجلة دفتار اقتصادية، الجزائر، العدد 01، 2022.

سادسا: دراسة (جهاد فيصل جهاد الجليحاوي، 2019)⁹¹، تحت عنوان: **صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية "دراسة تجربة المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في العراق للمدة (2000-2017)"**، حيث هدف الباحث من خلال رسالته إلى توضيح كيفية مساهمة صناديق الاستثمار في تعزيز أداء مؤشرات الأسواق المالية، وكذلك إلى تحليل متطلبات تأسيس صناديق الاستثمار وبيان مدى توافرها في العراق، وهذا من خلال دراسة تجربة صناديق الاستثمار في إحدى الدول العربية المتمثلة في المملكة العربية السعودية، حيث اعتمدت الدراسة على تحليل بيانات صناديق الاستثمار الخاصة بالمملكة العربية السعودية للفترة (2000-2017)، ولغرض بيان علاقة صناديق الاستثمار بمؤشرات الأسواق المالية اعتمدت الدراسة على مؤشرات أداء صناديق الاستثمار (إجمالي أصول صناديق الاستثمار، إجمالي عدد صناديق الاستثمار، إجمالي عدد المشاركين في صناديق الاستثمار) كمتغيرات مستقلة بينما اعتمدت على مؤشرات أداء الأسواق المالية (القيمة السوقية، عدد الأسهم المتداولة، معدل الدوران للأسهم، المؤشر العام للأسعار) كمتغير تابع، ولمعرفة قيم المؤشرات الإحصائية تم الاعتماد على معامل بيرسون ومعادلة الانحدار الخطي البسيط، وكذلك تم إجراء دراسة ميدانية في سوق العراق لآراء عينة عشوائية من مدراء المصارف والمستثمرين من خلال توزيع استمارة الاستبانة تمثلت بالمدة من (2019/3/1 إلى 2019/4/1)، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أنه توجد علاقة ارتباط موجبة قوية ذات دلالة إحصائية معنوية بين إجمالي أصول صناديق الاستثمار السعودية ومؤشرات الأسواق المالية المتمثلة بمؤشر القيمة السوقية والمؤشر العام للأسعار، وعلاقة ارتباط متوسطة معنوية مع مؤشر عدد الأسهم المتداولة، وعدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية معنوية بين إجمالي أصول صناديق الاستثمار ومؤشر معدل الدوران، بالإضافة إلى توفر المتطلبات الرئيسة اللازمة لإنشاء صناديق الاستثمار في العراق سواء من ناحية القوانين والموارد المالية وتكنولوجيا المعلومات والخبرات الفنية لإدارة الصناديق، فضلا عن أن هناك رغبة لدى المستثمرين العراقيين في التعامل مع صناديق الاستثمار بسبب حاجتهم الماسة إليها، وخلصت الدراسة إلى عدة توصيات أهمها أنه ينبغي على سوق العراق للأوراق المالية الاستفادة من خبرات ومهارات الدول الأخرى السبقة في إنشاء صناديق الاستثمار وآلية الاستثمار فيها.

سابعا: دراسة (كمال كاظم جواد الشمري، جهاد فيصل جهاد الجليحاوي، 2019)⁹²، وهو مقال بعنوان: **صناديق الاستثمار وانعكاسها على مؤشر القيمة السوقية للأسهم "دراسة تجربة المملكة العربية السعودية للمدة (2000-2017)"**، والهدف الرئيسي لهذه الدراسة إظهار كيفية انعكاس صناديق الاستثمار على مؤشر القيمة السوقية للأسهم في المملكة العربية السعودية، وتناولت الدراسة الجانب النظري لكل من صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم من حيث المفهوم والأهمية والأنواع، ومن ثم تطرقت إلى تحليل صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية للمدة (2000-2017) المتمثلة بمتغيرات (إجمالي أصول صناديق الاستثمار وعدد الصناديق وعدد المشتركين) من حيث العلاقة والأنثر على مؤشر القيمة السوقية باستخدام معامل الارتباط البسيط (Pearson)

⁹¹ جهاد فيصل جهاد الجليحاوي، **صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية "دراسة تجربة المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في العراق للمدة (2000-2017)"**، شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء، العراق، 2019.

⁹² كمال كاظم جواد الشمري، جهاد فيصل جهاد الجليحاوي، **صناديق الاستثمار وانعكاسها على مؤشر القيمة السوقية للأسهم "دراسة تجربة المملكة العربية السعودية للمدة (2000-2017)"**، مجلة جامعة بابل للعلوم البحتة والتطبيقية، العراق، العدد 04، 2019.

ومعادلة الانحدار (Regression)، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود علاقة ارتباط تراوحت بين القوية جدا والمتوسطة بين صناديق الاستثمار ومؤشر القيمة السوقية فضلا عن وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية معنوية فيما بينها، وخلصت الدراسة لعدة توصيات منها أنه يجب على الجهات المعنية في السوق السعودي القيام بدورات تدريبية للعاملين في صناديق الاستثمار لتعزيز كفاءتهم بالمشاركة في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وعلى الجهات المالية ذات العلاقة العمل على تشجيع الجمهور وتحفيزهم للتعامل مع صناديق الاستثمار لتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في النشاط الاقتصادي.

ثامنا: دراسة (سميرة محسن، 2017)⁹³، وهي مقالة تحت عنوان: **أثر صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني خلال الفترة 2005-2014**، تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر صناديق الاستثمار على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وبالتالي مدى مساهمتها في تفعيله وذلك بالتطبيق على سوق الأوراق المالية الأردني خلال الفترة 2005-2017، وللوصول إلى هذا الهدف تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وذلك بالاعتماد على التقارير السنوية لصناديق الاستثمار وكذا نشرات سوق الأوراق المالية الأردني، ولدراسة أثر عدد هذه الصناديق وحجمها باعتبارها متغيرات مستقلة على مؤشرات أداء سوق (القيمة السوقية، عدد الشركات المدرجة، حجم التداول، معدل دوران السهم) باعتبارها متغيرات تابعة، تم الاعتماد على معامل بيرسون (I) والانحدار الخطي البسيط، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن عدد صناديق الاستثمار يؤثر في مؤشرين مهمين في سوق الأوراق المالية الأردني هما حجم التداول ومعدل دوران السهم، أما حجمها فيؤثر في عدد الشركات المدرجة، وهو ما سمح للباحث بالحكم على أن صناديق الاستثمار الأردنية تساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني ولو كان ذلك بشكل جزئي، إذ لم تصل بعد إلى التأثير في عدد آخر من مؤشرات أداء السوق، وأوصت الدراسة بضرورة التسويق لصناديق الاستثمار في داخل الأردن وخارجها، من أجل توظيف أموال كبيرة، وبالتالي المساهمة في تعزيز الاستثمار المؤسسي داخل بورصة عمان، والذي يلعب دورا هاما في تفعيلها.

تاسعا: دراسة (بلعيد سميرة، 2013-2014)⁹⁴، الحاملة لعنوان: **دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"**، حيث هدفت الباحثة من خلال رسالتها إلى تحديد الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية ومن تم دعم اقتصادها الوطني، خلال الفترة 1996-2013، وتتبع هذه الدراسة عدة مناهج بدء بالمنهج الاستقرائي وتم المنهج الوصفي وذلك بإتباع أسلوب دراسة حالة، وكذلك تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لعرض البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار الناشطة بالسوق المالية السعودية، وتم وضع مؤشرات نشاط صناديق الاستثمار (حجم أصول صناديق الاستثمار، عدد الصناديق العاملة بالسوق، عدد المشاركين في الصناديق العاملة بالسوق) كمتغيرات مستقلة ومؤشرات نشاط سوق الأوراق المالية (القيمة السوقية للأسهم، معدل دوران الأسهم، المؤشر العام للأسعار، عدد الأسهم المتداولة) كمتغير تابع لدراسة الارتباط بين هذه الصناديق وسوق الأوراق المالية تم استخدام نموذج الانحدار

⁹³ سميرة محسن، أثر صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني خلال الفترة 2005-2014، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، العدد 04، 2017.

⁹⁴ بلعيد سميرة، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، شهادة الماجستير في علوم التسيير، قسنطينة 2، الجزائر، 2013-2014.

المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وتوصلت الدراسة إلي مجموعة من النتائج أهمها أن صناديق الاستثمار تلعب دوراً متميزاً في الاقتصاد السعودي وذلك من خلال توفير التمويل اللازم لقطاعات اقتصادية من خلال تجميع المدخرات سواء المحلية أو الخارجية كما تساهم في دعم نشاط القطاع المصرفي، وأن لنشاط صناديق الاستثمار أثر على أداء السوق المالية السعودية، كما أن الدراسة خلصت لعدة توصيات منها حث البنوك العاملة في الجهاز المصرفي السعودي على تأسيس المزيد من صناديق الاستثمار لجذب المزيد من المدخرات غير الفاعلة في الاقتصاد الوطني وإعادة توظيفها وحماية صغار المستثمرين من تقلبات الأسواق المالية ومخاطرها.

عاشراً: دراسة (عبد الرحمن مرعي، 2013)⁹⁵، وهو مقال بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، الهدف الأساسي لهذه الدراسة يكمن في تحديد الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في تفعيل سوق دمشق للأوراق المالية ومن ثم تنشيط الاقتصاد، وهذا بعد أن أصدر مجلس الوزراء في سورية نظام صناديق الاستثمار تاريخ 2011/8/16 بهدف تفعيل عمليات التبادل في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تناولت الدراسة أدبيات صناديق الاستثمار العالمية والعربية ودورها في تحقيق التوازن الفعال في سوق الأوراق المالية، ومن ثم تم إجراء استبانة ببحث وزعت 50 استبانة على الأكاديميين في أقسام المحاسبة والتمويل والمصارف في عدد من كليات الاقتصاد في الجامعات السورية، وعلى العاملين في هيئة الأوراق المالية وسوق دمشق للأوراق المالية، وعلى العاملين في شركات الوساطة المالية، واستعيد منها 39 استبانة، ولتحليل الإحصائي للإجابات عن الاستبانة تم استخدام جدول التكراري F.T لإظهار علاقة الارتباط بين المتغيرين (صناديق الاستثمار، سوق الأوراق المالية)، وتم استخدام اختبار ستويدنت لقياس مستوى الاختلاف بين الإجابات، وتوصلت الدراسة إلي العديد من النتائج والتوصيات كان أهمها أنه يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار في سورية إلي تفعيل سوق الأوراق المالية ومن ثم تنشيط الاقتصاد الوطني، وضرورة وضع ضوابط تتعلق بالشفافية والحوكمة والمتاجرة بهدف التقليل من تعارض المصالح.

المطلب الثاني: عرض الدراسات السابقة التي تم تطبيقها بأسواق الأوراق المالية الأجنبية

سننتظر في هذا المطلب لعرض الدراسات السابقة التي تم تطبيقها على مستوى أسواق الأوراق المالية الأجنبية وذلك حسب التسلسل الزمني من الأحدث إلي الأقدم.

أولاً: دراسة⁹⁶ (Aleksandr Matuszewska-Janica, Dorota Żebrowska-Suchodolska, 2022)

وهي مقال بعنوان: Long-Term Relationships Between Mutual Funds and Equity Market، وهذه الدراسة تهدف إلي دراسة العلاقات طويلة الأجل بين صناديق الأسهم المفتوحة ومعايير الصناديق (مؤشرات البورصة)، ومن أجل هذا قامت الدراسة بتحليل سلسلة من عروض الأسعار الأسبوعية لـ 15 منظمة مالية و 4 مؤشرات لبورصة وارسو (WSE) من 2004 إلي 2021، وتم استخدام طريقة Johansen كأداة

⁹⁵ عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، العدد 03، 2013.

⁹⁶ Aleksandra Matuszewska-Janica, Dorota Żebrowska-Suchodolska, Long-Term Relationships Between Mutual Funds and Equity Market, South East European Journal of Economics and Business, Warsaw, No01, 2022.

رئيسية، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها عدم وجود علاقات طويلة الأمد بين عروض أسعار المؤشرات المختارة وتقييم الغالبية العظمى من الصناديق، وقد تكون هذه النتيجة بسبب التحليل الذي غطى فترة طويلة جدا تغير فيها وضع البورصة أكثر من مرة على المدى الطويل قد أدى ذلك إلى حدوث اضطرابات في الرصيد طويل الأجل لدرجة أن العلاقة لم تعد قادرة على العودة إلى مسارها طويل الأجل، لذا فإن الغالبية العظمى من الأموال التي تم تحليلها لا تتبع المؤشرات (معاييرها المرجعية)، وعليه اقترحت الدراسة أنه يمكن أن تنطبق هذه الملاحظة على كل من أسواق رأس المال المتقدمة والناشئة.

ثانيا: دراسة⁹⁷ (Fiza Qureshi, Saba Qureshi, Sobia Shah, 2021)

وهي مقال بعنوان: Do Mutual Fund Flows Influence Stock Market Volatility? Further Evidence from Emerging Market، تهدف هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة الديناميكية بين 27 فئة مختلفة من الصناديق الاستثمارية وتقلبات سوق الأوراق المالية في باكستان، ومن أجل هذا تم استخراج البيانات اليومية من 2006 إلى 2020، أي بيانات صناديق الاستثمار وعائدات السوق من قوائم بيانات مختلفة، ونظرا لعدم توفر ومشكلة البيانات المفقودة للصناديق الاستثمار تم اختيار وتحليل فترات زمنية مختلفة للعينة، واعتمدت الدراسة على تقنية تحليل الموجات في آفاق زمنية متعددة، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها وجود ارتباط إيجابي وسليبي بين غالبية فئات الصناديق الاستثمارية وتقلبات سوق الأسهم، وأن العلاقة بين المتغيرات متنوعة في طبيعتها.

ثالثا: دراسة⁹⁸ (Jaebeom Kim, Jung-Min Kim, 2020)

وهي مقال بعنوان: Stock returns and mutual fund flows in the korean financial markets: a system approach، تهدف هذه الدراسة إلى معرفة الديناميكيات طويلة المدى وقصيرة المدى وإمكانية وجود علاقة سببية بين عوائد الأسهم وتدفقات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية الكورية، حيث استخدمت هذه الدراسة أحد نماذج تجمع بين معلومات سوق الأسهم وأسواق السندات والمال، ولهذا الغرض تم استخدام اختبار التكاملي المشترك، ونموذج تصحيح أخطاء الانحدار، واثنين من اختبارات السببية في طريقة النظام لتفسير ارتباطات المعادلات المتبادلة بين الأسواق التي لها علاقة وثيقة مع بعضهم البعض، علاوة على ذلك تم استخدام المعلومات الموجودة في مصفوفة التباين-التغاير للمتبقّي لتحسين كفاءة التقديرات الإحصائية، والنتائج التي وصلت إليها الدراسة تشير إلى أن تدفقات الصناديق لا تستجيب لإزالة الانحرافات عن التوازن طويل المدى، وأن أسعار الأسهم تتسبب في صافي تدفقات الصناديق في السوق الكورية، مما يعني أن المستثمرين ينقلون أموالهم إلى الأوراق المالية التي تدر عوائد أعلى لإعادة توازن محافظهم الاستثمارية على المدى القصير، وخلصت الدراسة إلى أن النتائج التي توصلت

⁹⁷Fiza Qureshi, Saba Qureshi, Sobia Shah, Do Mutual Fund Flows Influence Stock Market Volatility? Further Evidence from Emerging Market, **Romanian Journal of Economic Forecasting**, Romanian, No03,2021.

⁹⁸ Jaebeom Kim, Jung-Min Kim, Stock returns and mutual fund flows in the korean financial markets: a system approach, **APPLIED ECONOMICS**, South Korea, No33,2020.

إليها لا تدعم الفكرة الشائعة عن تدفقات الصناديق الاستثمارية باعتبارها القوة الدافعة وراء الارتفاعات في الأسواق المالية الكورية.

رابعاً: دراسة⁹⁹ (Pardeep Kumar, Charu Saxena, Anjani Kumar Gupta, 2020)

وهي مقالة الحاملة لعنوان: A STUDY ON RELATIONSHIP BETWEEN STOCK MARKET RETURNS & MUTUAL FUND FLOWS، تهدف هذه الدراسة إلى تقييم الوجود البارز لأي ارتباط بين عوائد سوق الأوراق المالية وأصول صناديق الاستثمار في سوق الأسهم الهندية الناشئة، حيث تم احتساب البيانات الخاصة بتدفقات صناديق الاستثمار من خلال ترتيب جميع شركات إدارة الأصول الهندية (AMCs) أولاً على أساس أصولها الحالية الخاضعة للإدارة (AUMs)، وبعد ذلك اختيار أفضل 20 شركة لإدارة الأصول للدراسة على أساس أكبر مبلغ من AUMs، ويتم جمع بيانات الأصول المدارة الربع السنوية لهذه المراكز المختارة لمدة خمس سنوات بدءاً من عام 2009، ويؤخذ المؤشر المعياري S&P BSE SENSEX الذي يعتبر نبض سوق رأس المال الهندي في جميع أنحاء العالم، ومن ثم يتم جمع قيم إقفال ربع نهاية المؤشر من موقع الويب الخاص ب BSE، ومن قيم إقفال المؤشر ربع النهائي هذه، يتم حساب العوائد الربع السنوية، و تم الاعتماد على تحليل الانحدار الإحصائي المتعدد لتقييم العلاقة بين سوق الأوراق المالية وتدفق الصناديق الاستثمار باستخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعي، (SPSS) وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول المدارة وعوائد سوق الأوراق المالية، كذلك فإن عوائد سوق الأوراق المالية ليست العامل الوحيد الذي يفسر بشكل كاف التغيرات في الأصول المدارة للصناديق الاستثمار المختلفة خلال فترة الدراسة.

خامساً: دراسة (Aleksandra Matuszewska-Janica, Grzegorz Mentel, Dorota Żebrowska-Suchodolska, 2019)¹⁰⁰

وهي مقال بعنوان: Evaluation of Short-Term Relationships between Selected Investment Funds and the Capital Market in Poland، تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من التفاعل بين تقييم الوحدات المشاركة في صناديق الاستثمار (FIO) المختارة وسوق رأس المال، وشملت الدراسة على 15 صندوقاً للأسهم العاملة في بورصة وارسو للأوراق المالية منذ عام 2003 بحيث تنتمي 13 منها إلى الصناديق العالمية في حين أن صندوقين يستثمران في أسهم الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم، وتم إجراء الدراسة وفق مرحلتين، الأولى تقييم التفاعل بين التغيرات في تقييم وحدات الصندوق والتغيرات في عروض الأسعار لمؤشرات WSE الأربعة الرئيسية في وارسو: (WIG، WIG20، mWIG40، sWIG80)، وتم استخدام اختبار السببية جرانجر لهذا الغرض، وفي المرحلة الثانية تم تصنيف الأموال مع مراعاة نتائج اختبار السببية وهيكل المحفظة، وبالنسبة للتجميع تم تطبيق طرق K- mean وبرنامج STATISTICA وفي المقابل تم أخذ إجراءات إجراء التحليل العنقودي، والنتائج

⁹⁹ Pardeep Kumar, Charu Saxena, Anjani Kumar Gupta, A STUDY ON RELATIONSHIP BETWEEN STOCK MARKET RETURNS & MUTUAL FUND FLOWS, Journal of Commerce & Accounting Research, India, No01,2020.

¹⁰⁰ Aleksandra Matuszewska-Janica, Grzegorz Mentel, Dorota Żebrowska-Suchodolska, Evaluation of Short-Term Relationships between Selected Investment Funds and the Capital Market in Poland, Acta Polytechnica Hungarica, Hungary, No05,2019.

التي توصلت إليها الدراسة تشير إلى نتيجتين رئيسيتين، أولاً أنه تتميز الغالبية العظمى من الصناديق فيما يتعلق بـ WIG (مؤشر السوق بالكامل) و WIG20 (مؤشر الأسهم الممتازة) بالسببية، والتي يمكن وصفها بأنها ثنائية (Index – FIO) وفي المقابل يمكن وصف علاقة FIO مع mWIG40 (مؤشر الشركات المتوسطة) و sWIG80 (مؤشر الشركات الصغيرة) بأنها أحادية الجانب (Index – FIO) ومثل هذا الوضع هو بلا شك نتيجة حقيقة أن الأسهم الممتازة لديها حصة كبيرة في محافظ الصناديق، أما ثانياً كانت نتائج التحليل العنقودي هي أن مجموعات الصناديق التي تم الحصول عليها أكثر تنوعاً بسبب هيكل المحافظ مقارنة بالتفاعلات مع مؤشرات البورصة الرئيسية.

سادساً: دراسة¹⁰¹ (Sasipa Pojanavatee, 2014)

وهي مقال بعنوان: Cointegration and causality analysis of dynamic linkage between stock market and equity mutual funds in Australia، والهدف الأساسي من هذه الدراسة هو فحص حجم الروابط السعرية بين صناديق الاستثمار في الأسهم وسوق الأوراق المالية، حيث اعتمدت الدراسة على أسعار الإغلاق اليومية في ثلاث فترات مختلفة من صناديق الاستثمار ذات رأس المال الكبير الأسترالية المفتوحة: مزيج (LB)، والنمو (LG)، والقيمة (LV)، وثلاثة صناديق استثمار أسترالية متوسطة وصغيرة الحجم: مزيج (MSB)، النمو (MSG)، والقيمة (MSV)، وتمثل هذه الشركات مجتمعة 110 صناديق استثمار، وتم استخدام مؤشر S&P/ASX All Ordinaries كمحفظة سوق لأن هذا المؤشر يضم أكبر 500 شركة في سوق الأسهم الأسترالية، وتم الحصول على البيانات اليومية التاريخية حول أسعار صناديق الاستثمار ومؤشر السوق من قاعدة بيانات Morningstar Direct خلال الفترة 2000-2010، تم تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات زمنية نتيجة حدوث أزمة سنة 2007، ومن ثم قامت الدراسة بالاعتماد على نموذج الانحدار التلقائي للمتجه (VAR) والسلاسل غير الثابتة المعروفة بأنها مدمجة معاً، لاستكشاف العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشر S&P/ASX All Ordinaries لكل فترة، وللكشف عن التحركات المشتركة للأسعار على المدى الطويل لسلسلة الأسعار السبعة من خلال استخدام منهجية Johansen و Juselius و cointegration و VECM، في حين يتم استخدام اختبار السببية المقترنة بـ Granger و Wald Block Exogeneity مع تحليل التباين وفحص العلاج بالصدمات الكهربائية لشرح تحركات الأسعار المشتركة بين المتغيرات على المدى القصير لفترات ما قبل الأزمة وما بعد الأزمة وفترات الدراسة الكاملة، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود علاقة توازن طويلة المدى بين الصناديق المدارة بالأسهم ومؤشر S&P/ASX All Ordinaries خلال فترات الدراسة الثلاث، أما في ديناميكيات المدى القصير وجود علاقة سببية تسير في كلا الاتجاهين بين أسعار صناديق الاستثمار وسوق الأسهم خلال فترات الدراسة الثلاث.

سابعاً: دراسة (Sasipa Pojanavatee, 2013)¹⁰²

¹⁰¹ Sasipa Pojanavatee, Cointegration and causality analysis of dynamic linkage between stock market and equity mutual funds in Australia, **Cogent Economics & Finance**, England, No02, 2014.

¹⁰² Sasipa Pojanavatee, The price linkage between stock market and equity mutual funds of Thailand, **The Macrotheme Review**, Monaco, No02, 2013.

وهي مقال بعنوان: "The price linkage between stock market and equity mutual funds of Thailand"، تهدف هذه الدراسة إلى توضيح الروابط قصيرة المدى وطويلة المدى بين مؤشر بورصة تايلاند SET100 وصناديق الاستثمار، حيث استخدمت الدراسة أسعار الإغلاق اليومية في ثماني شركات مختلفة من صناديق الاستثمار للأسهم التايلاندية المفتوحة، وتمثل هذه الشركات معاً 53 صندوقاً، وتم استخدام مؤشر SET100 كمحفظة سوقية لكل فئة من فئات صناديق الاستثمار لأن هذا المؤشر يضم أكبر 100 سهم من الأسهم حسب متوسط السوق، وتم الحصول على البيانات اليومية التاريخية حول أسعار صناديق الاستثمار ومؤشر SET100 من قاعدة بيانات Morningstar Direct خلال الفترة 2005 إلى 2010، وبالاعتماد على اختبارات نصح يوهانسن للاندماج المشترك ونصح سببية جرانجر، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن شركات صناديق الاستثمار للأسهم تشارك في اختيار نشاط للأسهم وتوقيت السوق لإنشاء محافظها بهدف التغلب على السوق على المدى الطويل، بالإضافة إلى أنه في معظم الأحيان ترتبط شركات صناديق الاستثمار بمؤشر سوق الأسهم على المدى القصير.

المطلب الثالث: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

ستعرض في هذا المطلب لكل من مقارنة الدراسات السابقة والتي من خلالها نحدد موقع الدراسة الحالية منها، وذلك من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (1.1): مقارنة الدراسات السابقة

رقم الدراسة	الهدف	الحيز المكاني والزمني	الأدوات والأساليب الإحصائية	المتغيرات	أهم النتائج المتوصل إليها
الدراسة السابقة التي تم تطبيقها بأسواق الأوراق المالية العربية					
1	تحديد دور صناديق الاستثمار في التأثير على سيولة سوق الأسهم	سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1996 إلى 2020	نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)	مؤشرات أداء صناديق الاستثمار، المتغير التابع: سيولة سوق الأسهم	وجود علاقة عكسية بين مؤشر إجمالي الأصول ومعدل دوران الأسهم في سوق الأسهم السعودي
2	إبراز مدى انعكاس مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم العادية	سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1996 إلى 2017	نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)	مؤشرات أداء صناديق الاستثمار، المتغير التابع: عدد الأسهم العادية المتداولة	يتضح من خلال معامل التحديد (R^2) أن حوالي 77.76% من التغيرات الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة سببها التغيرات الحادثة في مؤشرات صناديق الاستثمار
3	تحديد الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية	سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 1992-2017	نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)	(أصول صناديق الاستثمار، القروض الموجهة للقطاع الخاص، القيمة المتداولة للأسهم) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، المتغير التابع: القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي CB	وجود استجابة قوية بين أصول صناديق الاستثمار والقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية
4	إظهار مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأسهم	سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2006-	نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)	مؤشرات أداء صناديق الاستثمار، المتغيرات التابعة: القيمة السوقية، عدد الأسهم المتداولة، المؤشر العام للأسعار	وجود علاقة إيجابية وذات معنوية إحصائية بين جميع المتغيرات المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار وأداء سوق الأسهم

الفصل الأول: التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية وسيولتها وصناديق الاستثمار

السعودي	ومعدل الدوران		2017		
تلعب صناديق الاستثمار أدواراً كبيرة في تنشيط سوق الأسهم السعودي سواء بطريقة مباشرة من خلال الصناديق المغلقة أو بطريقة غير مباشرة بالصناديق المفتوحة	مؤشرات أداء صناديق الاستثمار، المتغير التابع: أداء سوق الأوراق المالية	دراسة تحليلية	سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة 2006-2017	الكشف عن أثر نشاط صناديق الاستثمار و تداولها على أداء سوق الأوراق المالية	5
وجود علاقة ارتباط موجبة قوية ذات دلالة إحصائية معنوية بين إجمالي أصول صناديق الاستثمار السعودية ومؤشرات الأسواق المالية المتمثلة بمؤشر القيمة السوقية والمؤشر العام للأسعار	مؤشرات أداء صناديق الاستثمار، المتغيرات التابعة: القيمة السوقية، عدد الأسهم المتداولة، معدل الدوران للأسهم، المؤشر العام للأسعار	معامل بيرسون ومعادلة الانحدار الخطي البسيط، والاستبانة	سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة 2000-2017	توضيح كيفية مساهمة صناديق الاستثمار في تعزيز أداء مؤشرات الأسواق المالية، وكذلك تحليل متطلبات تأسيس صناديق الاستثمار وبيان مدى توافرها في العراق	6
وجود علاقة ارتباط تراوحت بين القوية جداً والمتوسطة بين صناديق الاستثمار ومؤشر القيمة السوقية	مؤشرات أداء صناديق الاستثمار، المتغير التابع: مؤشر القيمة السوقية	معامل الارتباط البسيط (Pearson) ومعادلة الانحدار (Regression)	سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة 2000-2017	إظهار كيفية انعكاس صناديق الاستثمار على مؤشر القيمة السوقية للأسهم	7
أن صناديق الاستثمار الأردنية تساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني	عدد الصناديق الاستثمار وحجمها، المتغيرات التابعة: القيمة السوقية، عدد الشركات المدرجة، حجم التداول، معدل دوران السهم	معامل بيرسون (r) والانحدار الخطي البسيط	سوق الأوراق المالية الأردني خلال الفترة 2005-2014	إبراز أثر صناديق الاستثمار على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية	8
أن لنشاط صناديق الاستثمار أثر على أداء السوق المالية السعودية	مؤشرات أداء صناديق الاستثمار، المتغيرات التابعة: القيمة السوقية للأسهم، معدل دوران الأسهم، المؤشر العام للأسعار، عدد الأسهم المتداولة	نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)	سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة 1996-2013	تحديد الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية	9
يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار في سورية إلى تفعيل سوق الأوراق المالية ومن ثم تنشيط الاقتصاد الوطني	صناديق الاستثمار، المتغير التابع: سوق الأوراق المالية	الاستبانة، جدول التكراري F.T، اختبار ستويدنت	سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)	تحديد الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في تفعيل سوق دمشق للأوراق المالية	10

الدراسة السابقة التي تم تطبيقها بأسواق الأوراق المالية الأجنبية

عدم وجود علاقات طويلة الأمد بين عروض أسعار المؤشرات المختارة وتقييم الغالبية العظمى من الصناديق	صناديق الأسهم المفتوحة، المتغير التابع: مؤشرات بورصة وارسو (WSE)	طريقة Johansen	بورصة وارسو خلال الفترة 2004 - 2021	دراسة العلاقات طويلة الأجل بين صناديق الأسهم المفتوحة ومعايير الصناديق (مؤشرات البورصة)	1
وجود ارتباط إيجابي وسلي بين غالبية فئات الصناديق الاستثمارية وتقلبات سوق	صناديق الاستثمار، المتغير التابع: عائدات السوق	تقنية تحليل الموجات في آفاق زمنية متعددة	سوق الأوراق المالية الباكستاني	توضيح العلاقة الديناميكية بين 27 فئة	2

الفصل الأول: التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية وسيولتها وصناديق الاستثمار

الأسهم			2006 - 2020	مختلفة من الصناديق الاستثمارية وتقلبات سوق الأوراق المالية	
أن تدفقات الصناديق لا تستجيب لإزالة الانحرافات عن التوازن طويل المدى، وأن أسعار الأسهم تتسبب في صافي تدفقات الصناديق في السوق الكورية	عوائد الأسهم، المتغير التابع: تدفقات صناديق الاستثمار	اختبار التكامل المشترك، ونموذج تصحيح أخطاء الانحدار، مصفوفة التباين-التغاير	الأسواق المالية الكورية	معرفة الديناميكيات طويلة المدى وقصيرة المدى وإمكانية وجود علاقة سببية بين عوائد الأسهم وتدفقات صناديق الاستثمار	3
عوائد سوق الأوراق المالية ليست العامل الوحيد الذي يفسر بشكل كاف التغيرات في الأصول المدارة للصناديق الاستثمار المختلفة خلال فترة الدراسة	عوائد سوق الأوراق المالية، المتغير التابع: أصول صناديق الاستثمار	تحليل الانحدار الإحصائي المتعدد	سوق الأسهم الهندية الناشئة خمس سنوات بدءًا من عام 2009	تقييم الوجود البارز لأي ارتباط بين عوائد سوق الأوراق المالية وأصول صناديق الاستثمار في سوق الأسهم	4
أن الأسهم الممتازة لديها حصة كبيرة في محافظ الصناديق	صناديق الاستثمار (FIO) المختارة، المتغير التابع: مؤشرات بورصة وارسو (WSE)	اختبار السببية جرانجر، طرق K-mean، التحليل العنقودي	بورصة وارسو للأوراق المالية منذ عام 2003	التحقق من التفاعل بين تقييم الوحدات المشاركة في صناديق الاستثمار (FIO) المختارة وسوق رأس المال	5
وجود علاقة سببية تسير في كلا الاتجاهين بين أسعار صناديق الاستثمار وسوق الأسهم	أسعار صناديق الاستثمار، المتغير التابع: مؤشر السوق	نموذج الانحدار التلقائي للمتجه (VAR)، منهجية Juselius, Johansen cointegration وVECM، اختبار السببية المقترنة بـ Granger وBlock Exogeneity وWald مع تحلل التباين وفحص العلاج بالصدمات الكهربائية	سوق الأسهم الأسترالية خلال الفترة 2000-2010	فحص حجم الروابط السعرية بين صناديق الاستثمار في الأسهم وسوق الأوراق المالية	6
أن في معظم الأحيان ترتبط شركات صناديق الاستثمار بمؤشر سوق الأسهم على المدى القصير	صناديق الاستثمار، المتغير التابع: مؤشر بورصة تايلاند SET100	نمذجة يوهانسن للاندماج المشترك، نمذجة سببية جرانجر	بورصة تايلاند الفترة 2005 - 2010	توضيح الروابط قصيرة المدى وطويلة المدى بين مؤشر بورصة تايلاند SET100 وصناديق الاستثمار	7

المصدر: من إعداد الطالبتين

من خلال جدول مقارنة الدراسات السابقة الموضح أعلاه نبين أهم أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات والدراسة الحالية، كما يلي:

1- من حيث الهدف:

تشابه الدراسة الحالية إلى حد كبير مع دراسة رقم 1 ل (راضية بوكرائي، محمد سعدوني، ناصر صلاح الدين غربي، 2022) في الهدف حيث هدفت إلى تحديد دور صناديق الاستثمار في التأثير على سيولة سوق الأسهم، غير أنها اختلفت مع باقي الدراسات التي تباينت أهدافها فيما بينها.

2- من حيث الحيز المكاني:

لم تتشابه الدراسة الحالية في الحيز المكاني مع أي من الدراسات، حيث معظم الدراسات التي تم تطبيقها بأسواق الأوراق المالية العربية كانت على مستوى المملكة العربية السعودية كونها الأسبق في تجربة صناديق الاستثمار ماعدا الدراسة رقم 8 ل (سميرة محسن، 2017) التي كانت على مستوى سوق الأوراق المالية الأردنية وكذلك الدراسة رقم 10 ل (عبد الرحمن مرعي، 2013) التي كانت على مستوى سوق الأوراق المالية سورية، أما بالنسبة إلى الدراسات التي تم تطبيقها بأسواق الأوراق المالية الأجنبية منها من كان على مستوى بورصة وارسو، سوق الأوراق المالية الباكستاني، الكوري، الهندي، الأسترالي، تايلاندي. وعليه تنفرد الدراسة الحالية من حيث تطبيقها على سوق الأوراق المالية الكويتية باعتبارها ثاني دولة العربية بعد السعودية تخوض هذه التجربة.

3- من حيث الأدوات والأساليب الإحصائية:

تشابه الدراسة الحالية مع الدراسات التي اعتمدت على نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS) وكذلك الدراسة رقم 3 (بوضياف جهاد، 2019-2020) في الأسلوب الإحصائي المستخدم والمتمثل في نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)، في حين اختلفت مع باقي الدراسات التي اعتمدت على أساليب الإحصائية آخر.

4- المتغيرات:

تشابه الدراسة الحالية مع الدراسة رقم 1 ل (راضية بوكرائي، محمد سعدوني، ناصر صلاح الدين غربي، 2022) في المتغير التابع المتمثل في سيولة سوق الأسهم (معدل دوران الأسهم)، وكذلك تشابه مع الدراسة رقم 8 ل (سميرة محسن، 2017) في المتغيرات المستقلة حيث أخذت مؤشرين فقط يعبران عن أداء صناديق الاستثمار ألا وهما عدد صناديق الاستثمار وإجمالي صناديق الاستثمار، في حين اختلفت مع متغيرات باقي الدراسات.

5- أهم النتائج المتوصل إليها:

تشابه النتائج المتوصل إليها في الدراسة الحالية مع نتائج كل من الدراسة رقم 1 ل (راضية بوكرائي، محمد سعدوني، ناصر صلاح الدين غربي، 2022)، وكذلك الدراسة رقم 8 ل (سميرة محسن، 2017)، في حين اختلفت مع نتائج باقي الدراسات.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل اتضح أن سوق الأوراق المالية ما هو إلا مكان التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال فتساهم بذلك في تعبئة الموارد وتحفيز المدخرين على الاستثمار، وينقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين سوق الإصدار وسوق التداول، كما تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية التي من بينها الأسهم، السندات، المشتقات المالية.

وتتميز سوق الأوراق المالية بالسيولة عندما تتمتع بعدة مواصفات التي من بينها الاتساع والعمق، إذ تعبر السيولة عن تنفيذ صفقات كبيرة وبسرعة، سهولة وبسعر يقترب من القيمة السوقية العادلة، ومن بين مؤشرات قياسها معدل التداول ومعدل الدوران.

كما تطرقنا في هذا الفصل إلى صناديق الاستثمار التي تعتبر وعاء مالي يجمع الأموال من عدد كبير من المستثمرين وتقوم إدارة الصندوق المتخصصة باستثمار هذه الأموال في الأوراق المالية، ونظرا للمزايا التي تتمتع بها زاد الإقبال عليها مما أدى إلى نموها وبهذا تعددت أنواعها، وهناك سلسلة من المراحل والإجراءات التي يمر عليها الصندوق بدء من تأسيسه حتى تصفيته بغض النظر عن الهدف الذي تسمو إليه كل من إدارة الصندوق والمستثمرين فيه، ويتضمن هيكلها التنظيمي على مجموعة من الوظائف التي تختلف حسب تغير أغراض الصندوق وحجم استثماراته وعقد تكوينه، أما بالنسبة للعمليات التي تقوم بها صناديق الاستثمار فتتمثل في تسعير الوحدات الاستثمارية، وتحديد رسوم الاشتراك، بالإضافة إلى الاسترداد والتداول، وكما يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار وفق نموذجين (النموذج البسيط والنموذج المزدوج).

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية
لانعكاسات أداء صناديق الاستثمار على
سيولة سوق الأسهم الكويتي

تمهيد:

بعد تطرقنا في الفصل الأول للجانب النظري من خلال عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بكل من سوق الأوراق المالية وسيولتها، وكذلك أهم المفاهيم المتعلقة بصناديق الاستثمار، وبالإضافة إلى العديد من الدراسات السابقة المتعلقة بشكل مباشر بالموضوع محل الدراسة، مع محاولة توضيح ما يميز دراستنا عن غيرها من الدراسات.

ومن خلال هذا الفصل الذي يمثل الجانب التطبيقي للدراسة سنحاول الإجابة على الإشكالية الرئيسية المطروحة لهذه الدراسة والمتمثلة في قياس انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي الذي يعتبر كثنائي سوق عربية تحوز تجربة صناديق الاستثمار وذلك خلال الفترة الممتدة من الثلاثي الأول 2012 إلى غاية الثلاثي الرابع 2022.

ولقياس هذا الانعكاس سنستخدم الطرق القياسية والإحصائية ، وكخطوة أولى نستخدم نموذج الانحدار الخطي المتعدد وبحكم إمكانية وجود انحدار زائف نستخدم اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية التي على أساسها نعتمد على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL الذي يقيس لنا العلاقة التوازنية في الأجلين الطويل والقصير.

وعليه سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

- ✓ **المبحث الأول:** الطريقة والأدوات المستخدمة لدراسة انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي.
- ✓ **المبحث الثاني:** قياس انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 – الثلاثي الرابع 2022).

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة لدراسة انعكاس أداء صناديق الاستثمار على

سيولة سوق الأسهم الكويتي

سنحاول التطرق في هذا المبحث إلى الطريقة والأدوات المستخدمة لدراسة انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي، بحيث يحتوي المطلب الأول على مجتمع وعينة هذه الدراسة بالإضافة إلى تحديد متغيراتها وكيفية قياسها، بينما يحتوي المطلب الثاني على مصادر جمع بيانات، والأدوات والأساليب الإحصائية المستخدمة لمعالجتها.

المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة

سنطرق من خلال هذا المطلب إلى مجتمع وعينة الدراسة، ومن ثم تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة وعينتها

أولاً: نبذة عن بورصة الكويت

تأسست شركة بورصة الكويت للأوراق المالية في 21 أبريل 2014 بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 37/2013 الصادر بتاريخ 20 نوفمبر 2013 وقانون هيئة أسواق المال رقم 7/2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، وتتولى بورصة الكويت إدارة عمليات سوق الأوراق المالية وتعود ملكيتها بالكامل إلى هيئة أسواق المال.

ويعتبر تأسيس بورصة الكويت الخطوة الأولى في خصخصة سوق الكويت للأوراق المالية، الذي تأسس عام 1983. حيث بدأت المرحلة الانتقالية في 25 أبريل 2016 بتولي بورصة الكويت رسمياً مهمة تشغيل سوق الكويت للأوراق المالية، وتضمن ذلك قيام بورصة الكويت بتطوير البنية التحتية وبيئة العمل وفقاً للمعايير الدولية، حيث بدأت عملية إنشاء منصة قوية وشفافة ونزيهة تخدم جميع فئات الأصول مع التركيز المستمر على مصالح العملاء.

وفي 5 أكتوبر 2016، منحت هيئة أسواق المال بورصة الكويت الترخيص الرسمي كبورصة أوراق مالية رسمية لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية، وتحقيق ذلك بعد استكمال المرحلة الانتقالية بنجاح واستيفاء مجموعة من شروط ومتطلبات الترخيص وفقاً للقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية¹⁰³.

ثانياً: نبذة عن صناديق الاستثمار بالكويت

¹⁰³ <https://www.boursakuwait.com.kw/api/documents/boursa/1608708538012.pdf,25/04/2023, 17:46>

عرفت الكويت فكرة صناديق الاستثمار عام 1970 بعدما صدر نص القانون 32 لسنة 1970، بشأن تنظيم وتداول الأوراق المالية وجاء نص المادة الأولى ليؤكد أنه لا يجوز طرح أسهم أو سندات الشركات المؤسسة داخل الكويت أو خارجها للاكتتاب العام ولمزاولة عمليات بيعها بأية طريقة كانت، ولا تداول حصص استثمارية في صناديق الاستثمار إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من وزارة التجارة والصناعة. وتطبيقاً للنص فقد تأسست في عام 1976 المجموعة المالية الكويتية كمشروع مشترك بين البنك العقاري الكويتي وشركة مشاريع الكويت وبنك أوف أمريكا، وبدأت هذه المجموعة نشاطها كشركة خدمات مالية ثم ما لبثت أن اتجهت إلى مجال إدارة الاستثمار، فمنذ عام 1985 أخذت الشركة تقبل محافظ استثمارية من الغير لإدارتها لحسابه، كما أنشأت في نفس العام أول صندوقين في الكويت وهدف الأول إلى استثمار المدخرات في الأسهم الأمريكية بينما هدف الثاني إلى استثمار المدخرات في السندات الدولية، وفي عام 1990 صدر المرسوم بقانون رقم 31 لسنة 1990 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار حيث سمحت المادة الأولى منه بطرح أسهم وسندات شركات المساهمة الكويتية أو غير الكويتية أو الحصص في صناديق الاستثمار أو أي أوراق مالية أخرى للاكتتاب العام داخل الكويت بعد الحصول على ترخيص يصدر من وزير التجارة والصناعة¹⁰⁴.

حيث اعتمدنا في الدراسة على السلاسل الزمنية الفصلية التي تتكون من 44 مشاهدة تتمثل في نسب مؤشر السيولة لبورصة الكويت ومؤشري نشاط صناديق الاستثمار للفترة الممتدة بين 2012 إلى غاية 2022.

الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة

أولاً: المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في مؤشر السيولة الذي يقاس بمعدل الدوران الأسهم الذي يرمز له بـ TRATIO حيث يحسب من خلال قسمة القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة على القيمة السوقية.

ثانياً: المتغيرات المستقلة

تتمثل في مؤشري صناديق الاستثمار وهي كالآتي:

1. إجمالي أصول صناديق الاستثمار: قيمة إجمالي أصول الصناديق العاملة في سوق الأسهم الكويتي (التقييم النقدي للأصول) ويرمز لها TA.
2. عدد صناديق الاستثمار: إجمالي الصناديق العاملة في سوق الأسهم الكويتي ويرمز لها NF.

المطلب الثاني: الأدوات التي استخدمتها الدراسة

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مصادر جمع بيانات الدراسة، وأهم الأدوات والأساليب الإحصائية المستخدمة لمعالجتها.

¹⁰⁴ فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص 140-141.

الفرع الأول: مصادر جمع بيانات الدراسة

لقد تم الاستعانة بمجموعة من البيانات الأولية والثانوية ذات العلاقة بموضوع الدراسة نوجزها فيما يلي:

أولاً: البيانات الثانوية

تتمثل في بيانات الجانب النظري من الدراسة، حيث تم جمع الدراسات السابقة ومراجعة الأدبيات المنشورة حول سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار باستخدام الكتب، الرسائل الجامعية، مقالات، ملتقيات دولية، مداخلات.

ثانياً: البيانات الأولية

حيث تم جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بسوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار من المصادر الآتية:

- ✓ التقارير المالية الفصلية للفترة الممتدة (2012-2022) المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة الكويت للأوراق المالية¹⁰⁵.
- ✓ التقارير الإحصائية الفصلية للفترة الممتدة (2012-2022) المنشورة في الموقع الرسمي للبنك المركزي الكويتي¹⁰⁶.

الفرع الثاني: الأدوات والأساليب الإحصائية المستخدمة

من أجل الوصول إلى نتائج العلاقة التي تربط بين أداء صناديق الاستثمار بسيولة سوق الأسهم الكويتي تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وكذلك الاعتماد على اختبار التكامل المشترك وفق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL (2001)، حيث تسمى هذه المنهجية أيضاً باختبار الحدود للتكامل (test cointegration bound) وقد تم تقديمه من طرف الإيراني البريطاني محمد هاشم بيسران (hashem pesaran mohamed) سنة 1998، ثم طوره بعد ذلك (pesaaran and shin) سنة 1999 ثم (al.2001 pesaran)¹⁰⁷.

ويمتاز بالعديد من الخصائص نذكر منها¹⁰⁸:

¹⁰⁵ <https://reports.boursakuwait.com.kw/ar/products-and-services/historical-data/reports/market-summary,03/05/2023,10:02>

¹⁰⁶ <https://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/dynamic-statistical-releases/quarterly,03/05/2023,11:52>

¹⁰⁷ السعيد هتهات، النمذجة القياسية لظاهرة التضخم في الجزائر باستخدام نماذج ARCH في الفترة 1990-2020، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2020-2021، ص184.

¹⁰⁸ بلواي عبد المالك، أثر تغيرات أسعار البترول على سياسة الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 1971-2014، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران 2، الجزائر، 2019-2020، ص182-183.

- يمكن تطبيقه بغض النظر عما إذا كانت المتغيرات محل الدراسة متكاملة من الدرجة صفر أو متكاملة من الدرجة واحد (1)، أو مزيج من الاثنين معا بشرط أن لا تتعدى الدرجة واحد (1).
 - كما أنه في حالة إذا كان عدد المشاهدات صغير فإن نتائج تطبيقها تكون جيدة على عكس معظم اختبارات التكامل التقليدية.
 - المقدرات الناتجة عن هذا النموذج تتصف بخاصية عدم التحيز والكفاءة، فضلا على أنه يساعد على حل مشكلة الانحدار الزائف.
- ويتم تقدير العلاقة التكاملية بواسطة ARDL من خلال الخطوات التالية¹⁰⁹:

- ✓ إجراء اختبارات الاستقرار لكل السلاسل الزمنية لمستويات مؤشر السيولة والمتغيرات المفسرة له.
 - ✓ تقدير نموذج ARDL وتحديد رتبة النموذج حسب أقل قيمة للمعايير المعلومات AIC، BIC، HQ.
 - ✓ إجراء اختبار الحدود test bound.
 - ✓ استخراج الاستجابة القصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ والعلاقة الطويلة الأجل.
- نختبر جودة أداء النموذج وخلوه من المشاكل القياسية من خلال الاختبارات التشخيصية (Tests diagnostic) المتمثلة في¹¹⁰:

1. اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء: Jarque-Bera Normality .
2. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: من خلال اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية
(Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test).
3. مشكلة عدم تباين حد الخطأ: من خلال اختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي
(Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey).
4. اختبار استقرارية النموذج: باستخدام اختبارين هما: اختبار CUSUM واختبار CUSUM of Squares.

المبحث الثاني: قياس انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي

خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 - الثلاثي الرابع 2022)

سنحاول من خلال هذا المبحث الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة في تقدير علاقة انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي من خلال تقدير معادلة الانحدار الخطي المتعدد للسلاسل الزمنية الفصلية لمتغيرات الدراسة كخطوة أولا، وبهدف التأكد من عدم وجود انحدار زائف كخطوة ثانية يتم إجراء

¹⁰⁹ السعيد هتهات، مرجع سبق ذكره، ص 184-223.

¹¹⁰ جلولي نسيمه، مقران محمد، منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأحد تطبيقات القياس الإقتصادي، الملتقى الوطني الثاني حول تطبيقات القياس الإقتصادي والنمذجة المالية، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت 14 نوفمبر 2019، ص 12.

اختبار الاستقرار لهذه السلاسل، وبعد تحقق هذا الأخير يظهر لنا أن النموذج الأفضل لهذه الدراسة هو نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL.

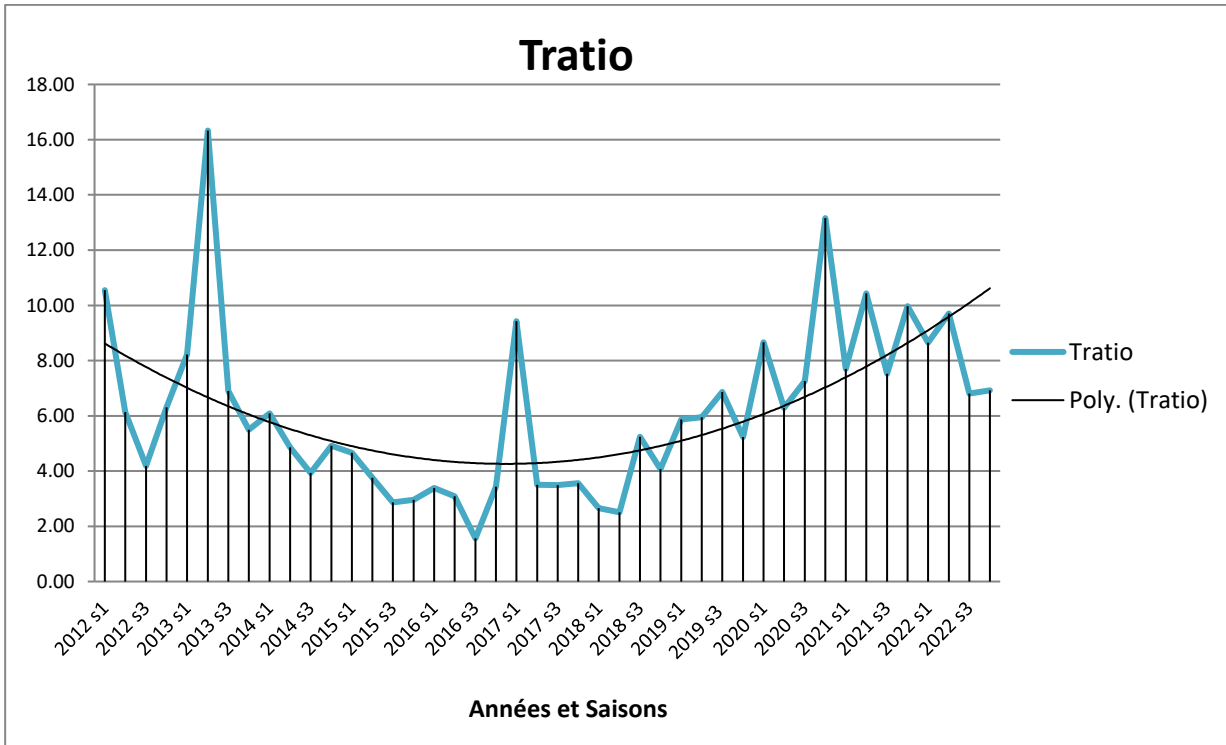
المطلب الأول: تحليل تطور متغيرات الدراسة خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 - الثلاثي الرابع 2022)

سنقوم من خلال هذا المطلب بالتركيز على تشخيص وتحليل تطور المتغيرات محل الدراسة.

أولاً: تحليل تطور معدل دوران الأسهم TRATIO خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 - الثلاثي الرابع 2022)

يوضح الشكل الموالي تحليل تطور معدل دوران الأسهم TRATIO خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 - الثلاثي الرابع 2022) كما يلي:

الشكل رقم (1.2): تحليل تطور معدل دوران الأسهم TRATIO خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012 - الثلاثي الرابع 2022)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel 2007

يمكن كتابة تطور نسبة السيولة (معدل دوران الأسهم) كمتغير تابع لمتغير الزمن، والمعبر عنه بمعادلة من الدرجة الثانية كما يلي:

$$Y = 0.011 X^2 - 0.470X + 9.076$$

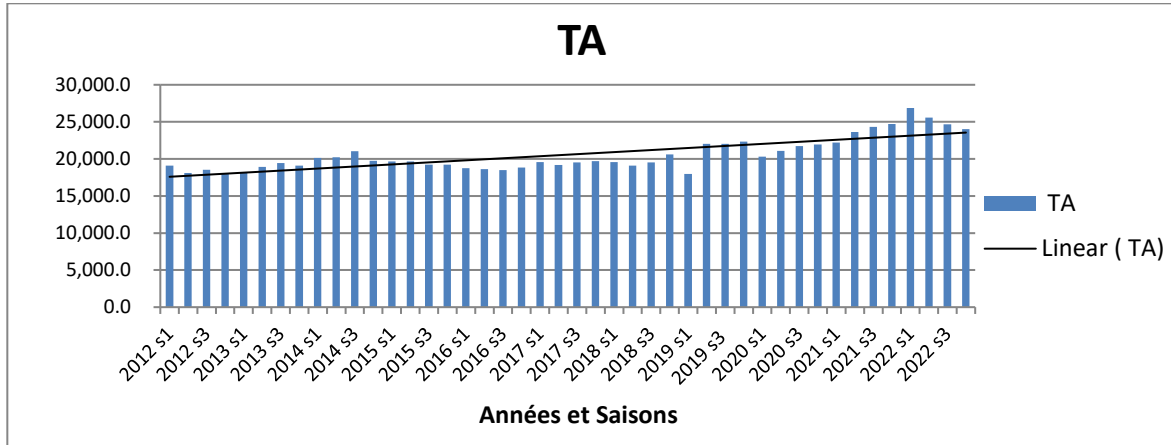
$$R^2 = 0.346$$

نلاحظ من خلال المنحنى والمعادلة أعلاه أن نسبة سيولة السوق (معدل دوران الأسهم) قد شهدت تذبذبات خلال فترة الدراسة (الثلاثي الأول 2012- الثلاثي الرابع 2022)، مع تسجيل قيم عليا وقيم دينا. أبرزها الانخفاض المسجل في الثلاثي الثالث سنة 2012 وهذا راجع إلى انخفاض قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 27.84% وارتفاع القيمة السوقية بنسبة 4.19% وذلك بسبب ما قرره هيئة أسواق المال بشطب إدراج أسهم 14 شركة لعدم تقديمها بياناتها المالية لفترات مختلفة (حسب تقرير البنك المركزي الكويتي الاقتصادي 2012). والتي تبعها ارتفاع حاد والذي يعد أعلى نسبة سجلها سوق الأسهم الكويتي خلال الثلاثي الثاني سنة 2013 حيث بلغت نسبة السيولة (معدل دوران الأسهم) خلاله 16.33% وهذا يفسر بارتفاع قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 193.1% نتيجة لزيادة الصفقات المنفذة بنسبة 203% وانخفاض القيمة السوقية بنسبة 2.16% وذلك أدى إلى زيادة إقبال المستثمرين على شراء الأسهم في هذه الفترة. إلا أنه سجل أدنى نسبة سيولة (معدل دوران الأسهم) والتي قدره ب 1.56% في الثلاثي الثالث سنة 2016 وهذا نتيجة التحديات التي واجهت السوق خلال تلك الفترة إذ من بينها محدودية المنتجات أمام المستثمرين، وقلة فئات الأصول المتداولة والتركز في قاعدة المستثمرين الأفراد (حسب التقرير السنوي لبورصة الكويت 2016). وسرعان ما سجل ارتفاع معتبر في الثلاثي الأول سنة 2017 وهذا لارتفاع قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 197.88% في مقابل انخفاض القيمة السوقية 8.42%. وبقي بعد ذلك في تباين بين الانخفاض والارتفاع وهذا نظرا لتفشي فيروس كورونا التي صاحبها أزمة الإغلاق الكبرى. ولكن ارتفعت بعدها نسبة السيولة (معدل دوران الأسهم) بالسوق في الثلاثي الرابع سنة 2020 بنسبة 13.16% وذلك لارتفاع قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 84.86% وانخفاض القيمة السوقية بنسبة 1.93% وهذا نظرا لانضمام أسهم الشركات الكويتية في مؤشرات MSCI للأسواق الناشئة (حسب التقرير السنوي 2020). بينما انخفضت في ثلاثي الثالث سنة 2022 وهذا راجع لعدة عقبات واجهت السوق خلال هذه الفترة التي من بينها التحركات الغير المسبوقه من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لمكافحة التضخم عبر زيادة سعر الفائدة سبع مرات لتصل إلى 4.50% في نهاية العام. كما اتبع بنك الكويت المركزي النهج ذاته، رافعا سعر الفائدة إلى 3.50% (حسب التقرير السنوي لبورصة الكويت 2022) وهذا أدى إلى انخفاض قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 27.58% وارتفاع القيمة السوقية 3.31%.

ثانيا: تحليل تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثلاثي الرابع 2022)

يوضح الشكل أدناه تحليل تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثلاثي الرابع 2022) كالآتي:

الشكل رقم (2.2): تحليل تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثلاثي الرابع 2022)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel 2007

تبين المعادلة الموالية تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار كمتغير تابع لمتغير الزمن:

$$Y = 138.6 X + 17452$$

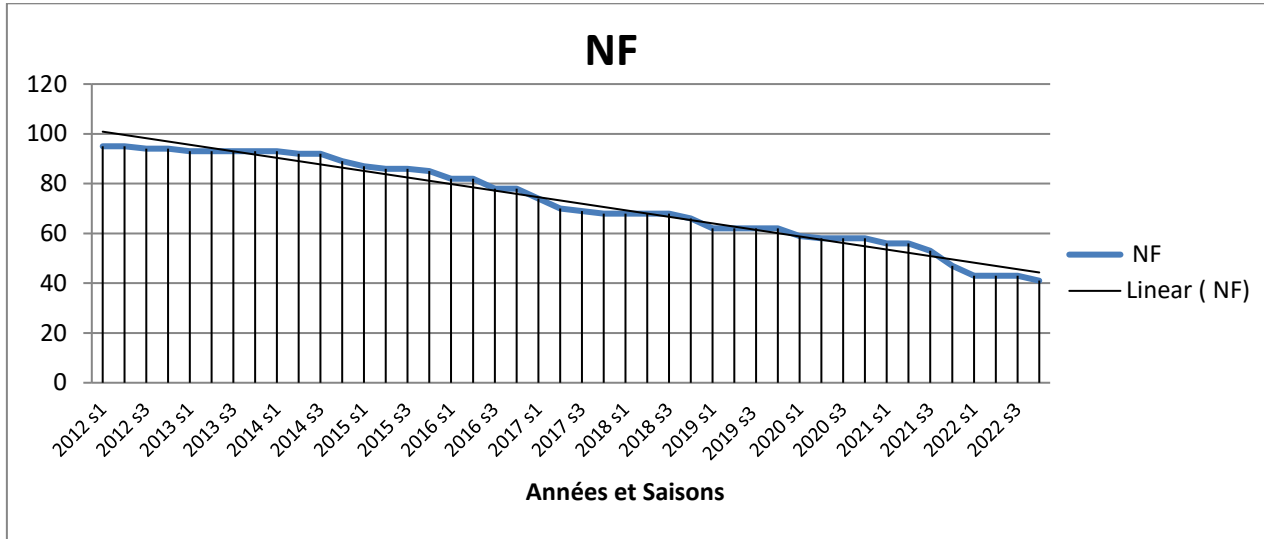
$$R^2 = 0.633$$

نلاحظ من خلال الشكل والمعادلة أعلاه أن قيم إجمالي أصول صناديق الاستثمار في سوق الأسهم الكويتي شهدت نموا متذبذبا خلال فترة الدراسة (الثلاثي الأول 2012- الثلاثي الرابع 2022)، حيث سجل السوق في بداية الفترة قيم دينا بينما سجل في نهايتها قيم عليا. وأبرزها الانخفاض المسجل في الثلاثي الثاني سنة 2012 حيث بلغت قيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار 18119.7 مليون دينار كويتي وهذا بسبب أزمة انخفاض أسعار النفط. لترتفعا في الثلاثي الثالث سنة 2014 بمقدار 21018.8 مليون دينار كويتي. لتأخذ قيم إجمالي صناديق الاستثمار نفس وتيرة النمو تقريبا من الربع الأول سنة 2015 إلى غاية الربع الرابع سنة 2018. ليسجل السوق بعد هذه الفترة أدنى قيمة لإجمالي أصول صناديق الاستثمار في الثلاثي الأول سنة 2019 بقيمة 17967.4 مليون دينار كويتي. والتي تبعها تزايد ملحوظ لقيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار ليحقق السوق أعلى قيمة خلال الفترة قيد الدراسة في الثلاثي الأول سنة 2022 لتبلغ قيمتها 26876.6 مليون دينار كويتي ويفسر هذا بارتفاع أسعار النفط، إلا أن هذا تزايد لم يستمر إذا أنه انخفاض في نهاية سنة 2022.

ثالثا: تحليل تطور عدد صناديق الاستثمار NF خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثلاثي الرابع 2022)

يظهر من الشكل الموالي تحليل تطور عدد صناديق الاستثمار NF خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثلاثي الرابع 2022) كما يلي:

الشكل رقم (3.2): تحليل تطور عدد صناديق الاستثمار NF خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثلاثي الرابع 2022)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel 2007

يمكن كتابة تطور عدد صناديق الاستثمار كمتغير تابع لمتغير الزمن، والمعبر عنه بمعادلة من الدرجة الأول كما يلي:

$$Y = -1.315 X + 102.1$$

$$R^2 = 0.973$$

يتبين من خلال المنحنى والمعادلة أعلاه أن عدد صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم الكويتي خلال فترة الدراسة (الربع الأول 2012- الربع الرابع 2022) شهد نمواً متناقصاً. بحيث سجل السوق أعلى عدد صناديق استثمار مدرجة به خلال الفترة الممتدة من الثلاثي الأول سنة 2012 إلى غاية الثلاثي الثاني سنة 2012 التي وصلت فيها عدد الصناديق المدرجة إلى 95 صندوق مدرج، لبدأ عدد صناديق الاستثمار في التراجع التدريجي ليبلغ في الثلاثي الرابع سنة 2014 تسعة وثمانون صندوق وهذا راجع إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية وأزمة انخفاض أسعار النفط خلال هذه الفترة. وبقي هذا التراجع باستمرار ليسجل السوق أقل عدد من الصناديق الاستثمارية المدرجة به في الثلاثي الأخير من سنة 2022 حيث وصل عدد الصناديق خلاله إلى 41 صندوق وسبب هذا التراجع قد يكون نتيجة لعدم الإفصاح على نتائج الدورية للصندوق مما أدى إلى توقيف تداول بعض الصناديق.

المطلب الثاني: البحث عن النموذج

سنقوم من خلال هذا المطلب بتقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد بين معدل دوران الأسهم وكل من إجمالي أصول صناديق الاستثمار وعدد صناديق الاستثمار ودراسة هذا النموذج إحصائياً.

الفرع الأول: تقدير علاقة الانحدار الخطي المتعدد بين معدل دوران الأسهم وكل من إجمالي أصول صناديق الاستثمار وعدد صناديق الاستثمار

حيث يأخذ النموذج المراد تقديره صياغة أن معدل دوران الأسهم دالة في توليفة من مؤشري صناديق الاستثمار، كما يلي:

$$TRATIO = \beta_0 + \beta_1 TA + \beta_2 NF + u_t$$

ولتقدير معالم النموذج تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، حيث ظهرت نتائج التقدير كالتالي:

الجدول رقم (1.2): نتائج تقدير معادلة الانحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: TRATIO
Method: Least Squares
Date: 05/17/23 Time: 18:18
Sample: 2012Q1 2022Q4
Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TA	0.000778	0.000320	2.434211	0.0194
NF	0.040441	0.041776	0.968041	0.3387
C	-12.78543	9.196882	-1.390192	0.1720
R-squared	0.173528	Mean dependent var		6.161008
Adjusted R-squared	0.133212	S.D. dependent var		3.019275
S.E. of regression	2.810989	Akaike info criterion		4.970696
Sum squared resid	323.9681	Schwarz criterion		5.092346
Log likelihood	-106.3553	Hannan-Quinn criter.		5.015810
F-statistic	4.304215	Durbin-Watson stat		1.342631
Prob(F-statistic)	0.020099			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

الفرع الثاني: الدراسة الإحصائية للنموذج

أولاً: اختبار المعنوية

1. اختبار المعنوية الكلية للنموذج

يظهر من خلال نتائج النموذج أعلاه أن $Prob(F\text{-statistic})=0.020099$ أقل من مستوى المعنوية 5% وهذا يعني أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

2. اختبار معنوية المعالم المقدرة

لاختبار المعنوية الإحصائية نقوم بوضع الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : \beta_j = 0$$

$$H_1 : \beta_j \neq 0$$

- β_0 : معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع وهو معدل دوران الأسهم حيث نلاحظ من خلال الجدول نتائج أعلاه أن القيمة الاحتمالية ل β_0 $Prob=0.1720$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ، أي أن β_0 لا يختلف معنوياً عن الصفر بمستوى الدلالة 5%، ومنه لا توجد دلالة إحصائية في الواقع ل β_0 عند مستوى المعنوية 5%.
- β_1 : معلمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار، حيث نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية ل β_1 $Prob = 0.0194$ أقل من مستوى المعنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 ومنه توجد دلالة إحصائية ل β_1 عند مستوى المعنوية 5%، أي أن β_1 تختلف معنوياً عن الصفر بمستوى الدلالة 5%، وبالتالي توجد علاقة بين إجمالي أصول صناديق الاستثمار ومعدل دوران الأسهم.
- β_2 : معلمة عدد صناديق الاستثمار، حيث نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية ل β_2 $Prob = 0.3387$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ومنه لا توجد دلالة إحصائية ل β_2 عند مستوى المعنوية 5%، أي أن β_2 لا تختلف معنوياً عن الصفر بمستوى الدلالة 5%، وبالتالي لا توجد علاقة بين عدد صناديق الاستثمار ومعدل دوران الأسهم.

ثانياً: القدرة التفسيرية للنموذج

يظهر من خلال النموذج المقدر أعلاه أن قيمة معامل التحديد بلغت $R^2 = 0.173528$ ما يدل على أن 17.35% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم TRATIO سببها التغير الحاصل في مؤشري صناديق الاستثمار، في حين 82.65% تفسرها متغيرات أخرى خارج النموذج، وعليه يمكن القول أن النموذج له قدرة تفسيرية ضعيفة، أي يعني أنه غير مقبول مبدئياً.

المطلب الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

نتيجة ضعف القوة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد المقدر سابقاً، فهذا يعني إمكانية وجود انحدار زائف ومن أجل التأكد من هذا سنقوم من خلال هذا المطلب بإجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات الدراسة أولاً، حيث بعد إجراء هذا الأخير وجدنا أن النموذج الأمثل هو ARDL.

الفرع الأول: اختبار استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة (اختبارات جذر الوحدة)

كخطوة أولى نقوم بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة وهو شرط من شروط إجراء التكامل المشترك، ولذلك سوف نستعين باختبار كل من ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller: ADF) (test statistic) واختبار فليبس وبيرون (PP:Phillips & Perron) والجدولين أدناه يوضحان نتائج هذين الاختبارين كما يلي:

الجدول رقم (2.2): نتائج اختبارات جذر الوحدة (Unit root test) باستخدام ADF

عند المستوى الأصلي ADF

NF	TA	TRATIO	قيم الاختبار / المتغيرات	الحالة
1.1594	-1.2459	-2.6576	القيمة T المحسوبة	حالة وجود
0.9974	0.6458	*0.0900	القيمة T الاحتمالية	ثابت
-2.3756	-2.7946	-4.2408	القيمة T المحسوبة	حالة وجود
0.3865	0.2070	***0.0087	القيمة T الاحتمالية	ثابت واتجاه عام
-4.5570	1.0926	-1.0136	القيمة T المحسوبة	حالة عدم وجود
***0.0000	0.9259	0.2744	القيمة T الاحتمالية	ثابت واتجاه عام
ADF عند الفرق الأول				
-5.3616	-9.0315	-9.7407	القيمة T المحسوبة	حالة وجود
***0.0001	***0.0000	***0.0000	القيمة T الاحتمالية	ثابت
-5.5123	-8.9460	-9.6232	القيمة T المحسوبة	حالة وجود
***0.0003	***0.0000	***0.0000	القيمة T الاحتمالية	ثابت واتجاه عام
-3.6695	-8.9137	-9.8646	القيمة T المحسوبة	حالة عدم وجود
***0.0005	***0.0000	***0.0000	القيمة T الاحتمالية	ثابت واتجاه عام

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

ملاحظة: *، **، ***، معنوي عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

الجدول رقم (3.2): نتائج اختبارات جذر الوحدة (Unit root test) باستخدام PP

PP عند المستوى الأصلي				
NF	TA	TRATIO	قيم الاختبار / المتغيرات	الحالة
1.3820	-0.9952	-4.0881	القيمة T المحسوبة	حالة وجود
0.9987	0.7467	***0.0026	القيمة T الاحتمالية	ثابت
-2.3911	-2.6573	-4.2445	القيمة T المحسوبة	حالة وجود
0.3788	0.2586	***0.0086	القيمة T الاحتمالية	ثابت واتجاه عام
-4.1097	1.2185	-1.4864	القيمة T المحسوبة	حالة عدم وجود

وجود ثابت واتجاه عام	القيمة T الاحتمالية	0.1267	0.9406	***0.0001
عند الفرق الأول PP				
حالة وجود ثابت	القيمة T المحسوبة	-18.7294	-9.4890	-5.2713
حالة وجود ثابت واتجاه عام	القيمة T الاحتمالية	***0.0001	***0.0000	***0.0001
حالة عدم وجود ثابت واتجاه عام	القيمة T المحسوبة	-24.3128	-9.9369	-5.5222
حالة عدم وجود ثابت واتجاه عام	القيمة T الاحتمالية	***0.0000	***0.0000	***0.0002
حالة عدم وجود ثابت واتجاه عام	القيمة T المحسوبة	-19.2116	-8.9255	-3.5936
حالة عدم وجود ثابت واتجاه عام	القيمة T الاحتمالية	***0.0000	***0.0000	***0.0006

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

ملاحظة: *، **، ***، معنوي عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

يتضح من الجدولين أعلاه أن القيمة T الاحتمالية لنتائج الاختبارين ADF و PP لمعظم سلاسل متغيرات الدراسة عند المستوى الأصلي لها هي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية 5% وعليه نقبل فرضية العدم أي أن معظم السلاسل تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي فهي غير مستقرة عند المستوى الأصلي (0) I.

إلا أنه بعد أخذ الفرق الأول نلاحظ أن القيمة T الاحتمالية لوجود جذر الوحدة أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 5% وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن السلاسل الزمنية لكل متغيرات الدراسة لا تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي فهي مستقرة عند الفرق الأول (1) I.

الفرع الثاني: تقدير نموذج الدراسة باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL وتحديد فترات الإبطاء المثلى

أولاً: تقدير نموذج الدراسة باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

بعد إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم التوصل إلى أنها مستقرة عند الفرق الأول (1) I وهذا ما يسمح لنا باستخدام نموذج ARDL، والجدول الموالي يوضح نتائج تقدير هذا النموذج كالاتي:

الجدول رقم (4.2): نتائج تقدير نموذج ARDL بالإبطاء (2,7,4)

Dependent Variable: TRATIO
 Method: ARDL
 Date: 05/17/23 Time: 18:21
 Sample: 2013Q4 2022Q4
 Included observations: 37
 Dependent lags: 2 (Automatic)
 Automatic-lag linear regressors (7 max. lags): TA NF
 Deterministics: No constant and no trend (Case 1)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Number of models evaluated: 128
Selected model: ARDL(2,7,4)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
TRATIO(-1)	0.124789	0.174858	0.713658	0.4829
TRATIO(-2)	0.175190	0.124092	1.411774	0.1720
TA	0.000418	0.000347	1.204647	0.2411
TA(-1)	0.000364	0.000398	0.914561	0.3703
TA(-2)	-0.000385	0.000382	-1.009790	0.3236
TA(-3)	-0.000357	0.000384	-0.931062	0.3619
TA(-4)	3.42E-05	0.000420	0.081552	0.9357
TA(-5)	0.000321	0.000411	0.782992	0.4420
TA(-6)	0.001044	0.000393	2.657378	0.0144
TA(-7)	-0.001046	0.000360	-2.907396	0.0082
NF	-0.034646	0.215041	-0.161114	0.8735
NF(-1)	0.155223	0.331420	0.468356	0.6441
NF(-2)	-0.272869	0.328596	-0.830407	0.4152
NF(-3)	0.666936	0.341166	1.954873	0.0634
NF(-4)	-0.564492	0.233826	-2.414155	0.0245
R-squared	0.736280	Mean dependent var		5.742091
Adjusted R-squared	0.568459	S.D. dependent var		2.656961
S.E. of regression	1.745405	Akaike info criterion		4.242785
Sum squared resid	67.02164	Schwarz criterion		4.895860
Log likelihood	-63.49153	Hannan-Quinn criter.		4.473025
F-statistic	4.387283	Durbin-Watson stat		1.998183
Prob(F-statistic)	0.001021			

*Note: p-values and any subsequent test results do not account for model selection.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

✓ القوة التفسيرية للنموذج:

أظهرت النتائج أن معامل التحديد $(R^2) = 0.736280$ وهي تدل عن القوة التفسيرية العالية للنموذج المقدر، وتبين أن 73.62% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم TRATIO تفسرها وتسببها التغيرات في مؤشري صناديق الاستثمار، في حين 26.38% تفسرها متغيرات أخرى خارج النموذج.

✓ اختبار المعنوية الكلية:

يظهر من الجدول أعلاه أن القيمة الإحصائية لفيشير $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.001021$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، ومنه يمكن القول أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

✓ اختبار معنوية المعالم المقدرة:

- يتضح من خلال الجدول أعلاه أن متغير إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن ب 6 ثلاثيات بمعنى سنة ونصف معنوي وله تأثير إيجابي على معدل دوران الأسهم TRATIO، أي أن بزيادة إجمالي أصول صناديق الاستثمار المبطن ب 6 ثلاثيات بوحدة واحدة سيزيد من معدل دوران الأسهم TRATIO ب 0.001044%. بينما يتضح أن متغير إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن ب 7 ثلاثيات

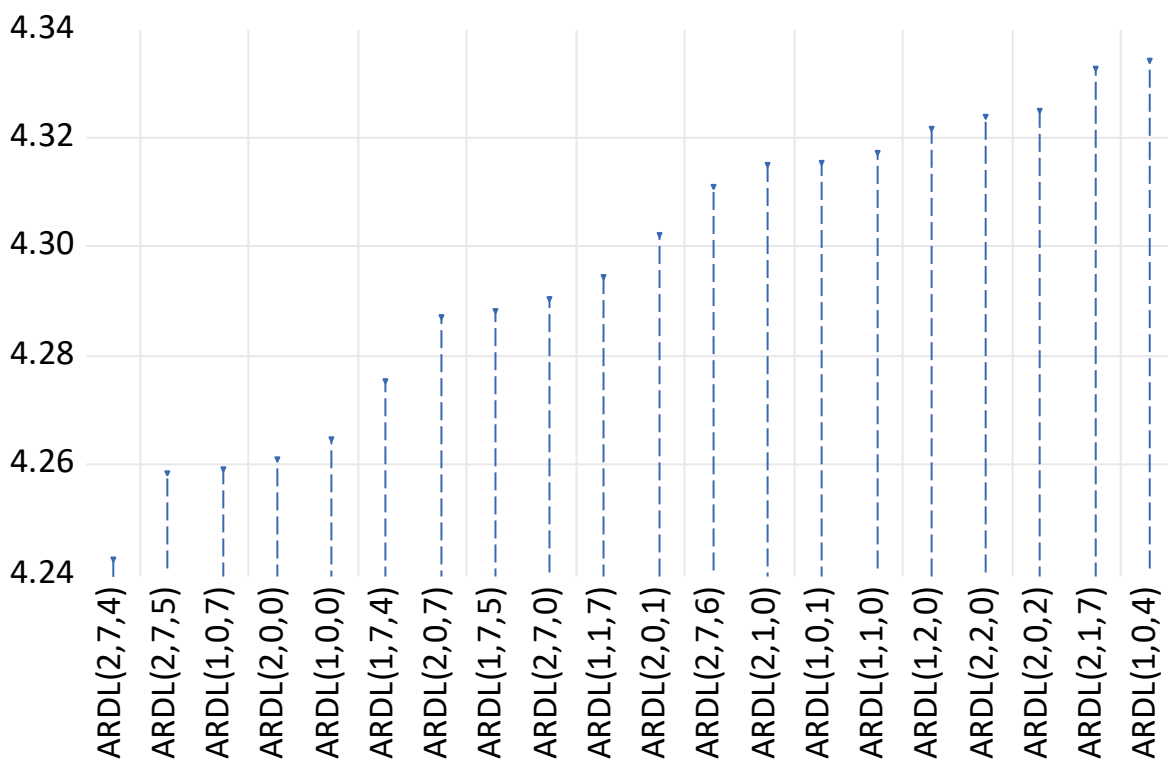
معنوي وله تأثير سلبي على معدل دوران الأسهم TRATIO، أي أن بزيادة إجمالي أصول صناديق الاستثمار المبطن ب 7 ثلاثيات بوحدة واحدة سيخفض من معدل دوران الأسهم TRATIO ب 0.001046%، وهذا ما يتفق مع النمو المتذبذب لإجمالي أصول صناديق الاستثمار نتيجة تعرض السوق لعدة عقبات خلال فترة الدراسة والتي من بينها انخفاض أسعار النفط.

- وكذلك بالنسبة إلى متغير عدد صناديق الاستثمار NF المبطن ب 4 ثلاثيات بمعنى سنة معنوي وله تأثير سلبي على معدل دوران الأسهم TRATIO، أي أن بزيادة عدد صناديق الاستثمار NF المبطن بسنة بوحدة واحدة سيخفض من معدل دوران الأسهم TRATIO ب 0.564492%، وهذا ما يتفق مع زيادة عدد صناديق الاستثمار في السنوات الأولى من فترة الدراسة إلا أنها في انخفاض مستمر في السنوات الأخيرة وقد يكون هذا بسبب لعدم الإفصاح على نتائج الدورية للصندوق مما أدى إلى توقيف تداول بعض الصناديق.

ثانياً: تحديد فترات الإبطاء المثلى

الشكل رقم (4.2): درجة الإبطاء المثلى حسب معيار AIC

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

من خلال الشكل أعلاه وحسب معيار (Akaike) فإن النموذج المثالي هو نموذج ARDL (2,7,4).

الفرع الثالث: اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds test)

يهدف اختبار الحدود إلى الكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات قيد الدراسة وهذا من خلال اختبار فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة في الأجل الطويل بين المتغيرات، والجدول أدناه يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (5.2): اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds test)

Bounds Test

Null hypothesis: No levels relationship
Number of cointegrating variables: 2
Trend type: None (Case 1)
Sample size: 37

Test Statistic	Value
F-statistic	4.922997
t-statistic	-3.745190

Bounds Critical Values

	10%		5%		1%	
Sample Size	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F-Statistic						
35	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000
40	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000
Asymptotic	2.170	3.190	2.720	3.830	3.880	5.300
t-Statistic						
Asymptotic	-1.620	-2.680	-1.950	-3.020	-2.580	-3.660

* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة ل $F\text{-statistic}=4.922997$ وهي تتجاوز القيم الحرجة للحد الأعلى والأدنى لنموذج عند مستوى المعنوية 5%، وفقا لذلك يتم رفض فرضية العدم التي تنص بعدم وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، وبالتالي إمكانية وجود علاقة توازنية تكاملية في الأجل الطويل بين معدل دوران الأسهم TRATIO والمتغيرات المستقلة.

كما نلاحظ من خلال القيمة المحسوبة ل $t\text{-statistic}=-3.745190$ وهي تتجاوز أيضا القيم الحرجة للحد الأعلى والأدنى لنموذج عند مستوى المعنوية 5%، وعليه يمكن رفض فرضية العدم القائلة بأنه لا يوجد تكامل مشترك منطقي، وبالتالي إمكانية وجود علاقة توازنية تكاملية منطقية في الأجل الطويل بين معدل الدوران الأسهم TRATIO والمتغيرات المستقلة.

الفرع الرابع: تقدير نموذج تصحيح الخطأ وعلاقة التكامل المشترك في الأجلين القصير والطويل

بعد إثبات والتأكد من وجود علاقة توازنية تكاملية في الأجل الطويل بين المتغيرات محل الدراسة وفقاً لاختبار الحدود (Bounds test)، يتم الانتقال الآن لتقدير معاملات نموذج تصحيح الخطأ ومعرفة المدة المتوقعة لتحقيق التوازن بين الأجلين القصير والطويل وكذلك تقدير معاملات علاقة التكامل المشترك في كل من المدى القصير والطويل.

أولاً: تقدير نموذج تصحيح الخطأ (EC) ومعلمات العلاقة قصيرة الأجل

عند تقدير نموذج تصحيح الخطأ (EC) ومعلمات الأجل القصير تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (6.2): تقدير نموذج تصحيح الخطأ (EC) ومعلمات العلاقة قصيرة الأجل

Error Correction

Dependent Variable: D(TRATIO)
Method: ARDL
Date: 05/17/23 Time: 18:21
Sample: 2013Q4 2022Q4
Included observations: 37
Dependent lags: 2 (Automatic)
Automatic-lag linear regressors (7 max. lags): TA NF
Deterministics: No constant and no trend (Case 1)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Number of models evaluated: 128
Selected model: ARDL(2,7,4)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ*	-0.700022	0.174398	-4.013929	0.0005
D(TRATIO(-1))	-0.175190	0.112330	-1.559592	0.1319
D(TA)	0.000418	0.000308	1.358789	0.1868
D(TA(-1))	0.000389	0.000312	1.249643	0.2235
D(TA(-2))	3.80E-06	0.000326	0.011639	0.9908
D(TA(-3))	-0.000353	0.000328	-1.076390	0.2925
D(TA(-4))	-0.000319	0.000340	-0.938731	0.3572
D(TA(-5))	2.32E-06	0.000357	0.006485	0.9949
D(TA(-6))	0.001046	0.000333	3.137810	0.0045
D(NF)	-0.034646	0.173099	-0.200152	0.8430
D(NF(-1))	0.170425	0.192150	0.886935	0.3839
D(NF(-2))	-0.102444	0.201791	-0.507672	0.6163
D(NF(-3))	0.564492	0.186024	3.034513	0.0057
R-squared	0.691409	Mean dependent var		0.000450
Adjusted R-squared	0.537114	S.D. dependent var		2.456206
S.E. of regression	1.671098	Akaike info criterion		4.134677
Sum squared resid	67.02164	Schwarz criterion		4.700676
Log likelihood	-63.49153	Hannan-Quinn criter.		4.334218
F-statistic	4.481073	Durbin-Watson stat		1.998183
Prob(F-statistic)	0.000872			

* p-values are incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه نستنتج أن:

- متغير إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن ب 6 ثلاثيات بمعنى سنة ونصف معنوي وله تأثير إيجابي في الأجل القصير على معدل دوران الأسهم TRATIO، مما يعني أنه زيادة إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن بسنة ونصف سيزيد من معدل دوران الأسهم TRATIO ب 0.001046 %.
 - متغير عدد صناديق الاستثمار NF المبطن ب 3 ثلاثيات معنوي وله تأثير إيجابي في الأجل القصير على معدل دوران الأسهم TRATIO، مما يعني أنه زيادة عدد صناديق الاستثمار NF المبطن ب 3 ثلاثيات سيزيد من معدل دوران الأسهم TRATIO ب 0.564492 %.
- ويتضح أيضاً أن معامل تصحيح الخطأ بلغ ما قيمته (-0.700022) سالب وبمستوى معنوية أقل بكثير من 5% وهذا ما يزيد من صحة ودقة العلاقة التوازنية في الأجل الطويل وأن آلية تصحيح الخطأ موجودة بالنموذج وتقيس المعلمة سرعة العودة إلى وضع التوازن في الأجل الطويل، أي يتم تصحيح ما مقداره 70% من الاختلالات الحاصلة في معدل دوران الأسهم TRATIO بعد فترة مقدارها 5 ثلاثيات و64 يوم.

(تم استخراج المدة بالعلاقة التالية: $4/0.700022$).

ثانياً: تقدير معاملات علاقة التكامل المشترك في الأجل الطويل

بعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ (EC) ومعلمات العلاقة قصيرة الأجل يأتي دور تقدير معاملات علاقة التكامل المشترك في الأجل الطويل والجدول الموالي يوضح نتائج التقدير:

الجدول رقم (7.2): تقدير معاملات علاقة التكامل المشترك في الأجل الطويل

Cointegrating Specification

Deterministics: None (Case 1)

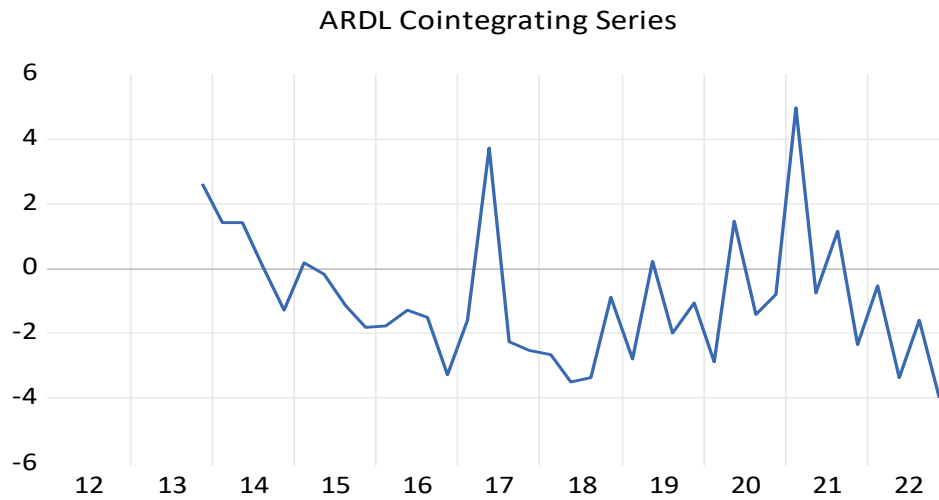
$$CE = TRATIO(-1) - (0.000561*TA(-1) - 0.071210*NF(-1))$$

Cointegrating Coefficients

Variable *	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TA(-1)	0.000561	0.000128	4.374921	0.0001
NF(-1)	-0.071210	0.028627	-2.487551	0.0178

Note: * Coefficients derived from the CEC regression.

Cointegrating Series



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

حيث تشير معلمات علاقة التكامل المشترك في الأجل الطويل حسب نتائج الجدول أعلاه إلى ما يلي:

- ✓ أن معلمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطة بثلاثي لها معنوية وتأثير إيجابي على معدل دوران الأسهم TRATIO المبطة بثلاثي، مما يعني أنه زيادة إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطة بثلاثي بوحدة واحدة سيزيد من معدل دوران الأسهم TRATIO المبطة بثلاثي ب 0.000561%.
- ✓ كما أن معلمة عدد صناديق الاستثمار NF المبطة بثلاثي ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، ولها تأثير سلبي على معدل دوران الأسهم TRATIO المبطة بثلاثي، أي كلما يزيد عدد صناديق الاستثمار NF المبطة بثلاثي بوحدة واحدة سيخفض من معدل دوران الأسهم TRATIO المبطة بثلاثي ب 0.071210%.

الفرع الخامس: نتائج اختبار جودة وصلاحيّة النموذج

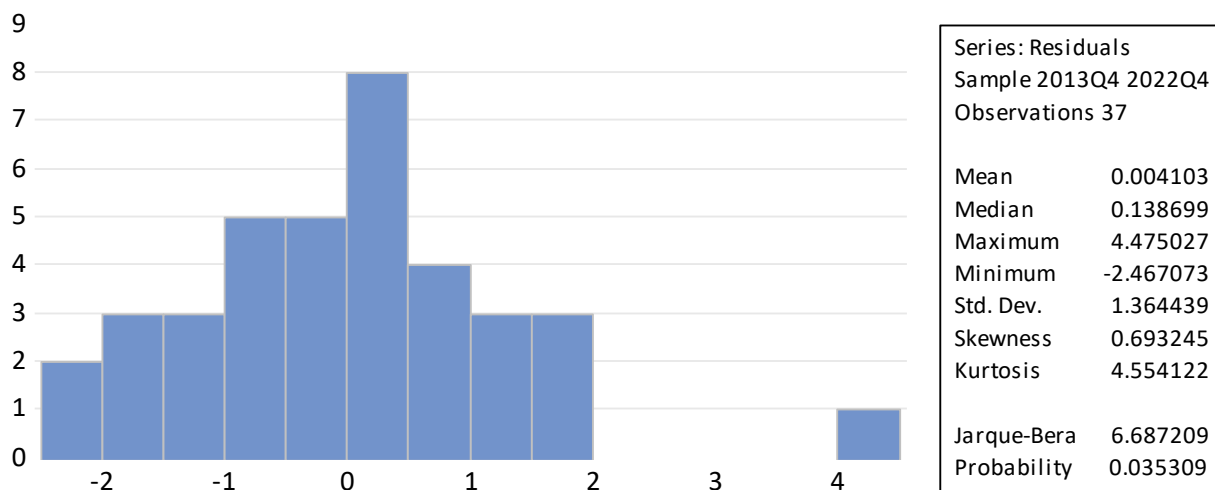
لدراسة صلاحيّة النموذج لابد من إجراء الاختبارات التشخيصية للتأكد من مدى صحة النموذج المستخدم في القياس وكذلك ما مدى خلوه من المشاكل القياسية هذا من جهة ولزيادة الثقة في النتائج المتوصل إليها من جهة أخرى، ومن أجل هذا تم إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية كالآتي:

أولاً: الاختبارات الخاصة بسلسلة البواقي

1. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي Normaity Test:

من الضروري حتى تتأكد لنا صلاحيّة النموذج أن تكون بواقي التقدير تتبع التوزيع الطبيعي، حيث يتم اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر بالاعتماد على اختبار (Jarque-Bera test)، والشكل التالي يوضح لنا نتائج هذا الاختبار:

الشكل رقم (5.2): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

يظهر من خلال الشكل أعلاه أن القيمة الإحصائية لـ (Jarque-Bera) تساوي (6.687209) بقيمة احتمالية قدرها (0.035309) أي أقل من مستوى المعنوية 5%، وهذا لا يسمح لنا بقبول فرضية العدم التي تشير إلى أن بواقي النموذج المقدر تتبع التوزيع الطبيعي.

2. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء LM Test:

نلجأ لهذا الاختبار من أجل الكشف عن إمكانية وجود ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء وذلك لمعرفة إمكانية قبول فرضية العدم القائلة بأنه لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (8.2): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.702352	Prob. F(2,20)	0.5072
Obs*R-squared	2.428162	Prob. Chi-Square(2)	0.2970

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

نلاحظ من الجدول أعلاه أن $\text{Prob. F}(2,20) = 0.5072$ أي أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه نقبل فرضية العدم القائلة بأنه لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء.

كما أن احتمال إحصائية $\text{Obs}^* \text{R-squared}$ يساوي (0.2970) وهو أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه يتم قبول فرضية العدم القائلة بأنه لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء، وبالتالي نستنتج أن النموذج المقدر لا يحتوي على مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

3. اختبار عدم ثبات التباين ARCH Test:

من أجل اختبار عدم مشكلة عدم ثبات التباين، سبقتم باستخدام اختبار (ARCH) مكانة النتائج كالآتي:
الجدول رقم (9.2): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.281907	Prob. F(1,34)	0.5989
Obs*R-squared	0.296035	Prob. Chi-Square(1)	0.5864

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

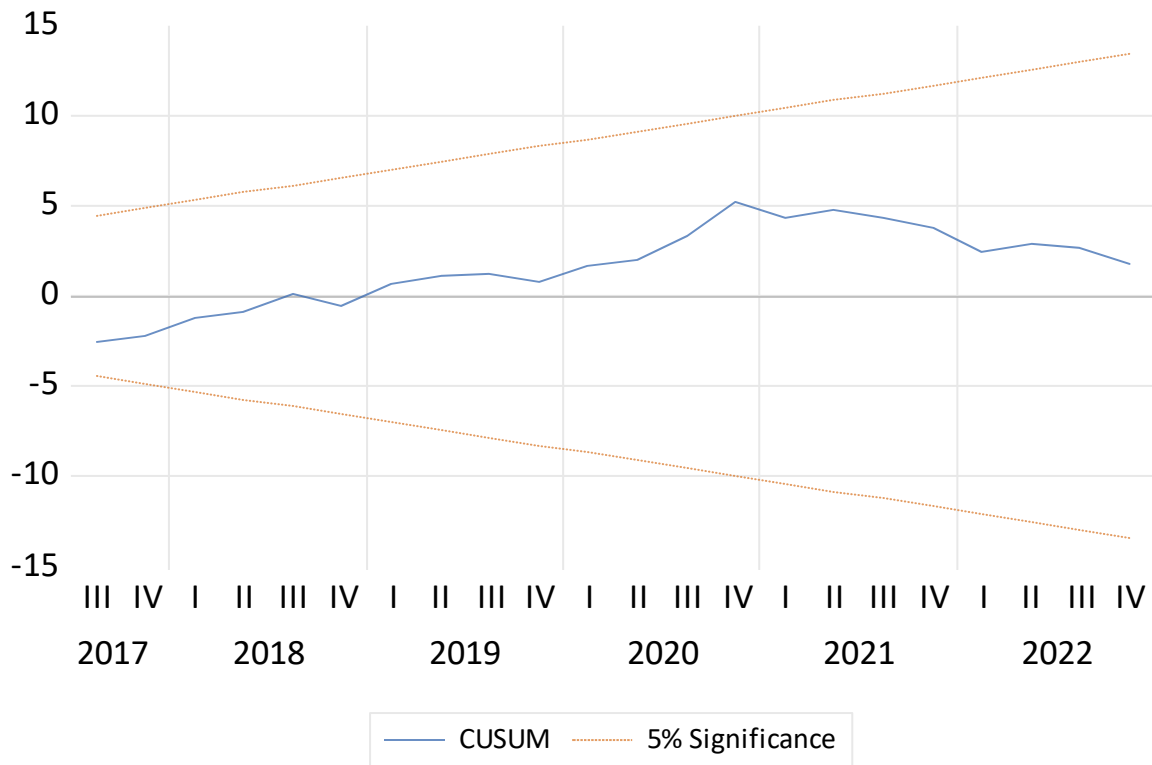
يظهر من خلال الجدول أعلاه أن قيمة إحصائية F المحسوبة بلغت قيمتها (0.281907) عند المستوى احتمال (0.5989) أي أكبر من مستوى المعنوية 5% وعليه نقبل فرضية عدم التباين التي تنص على ثبات التباين. وطالما أن احتمال إحصائية Obs*R-squared يساوي (0.5864) وهو أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه يتم قبول فرضية عدم القائللة بأنه لا توجد مشكلة عدم ثبات التباين، وبالتالي نستنتج أن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

ثانيا: اختبار استقرارية النموذج Stability Test:

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك أهمها: مجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM)، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM of Squares) ويعدان من أهم اختبارات لتوضيح مدى استقرار المعلمات في الأمدين القصير والطويل¹¹¹، ويتحقق الإستقرار الهيكلي للمعاملات المقدر لنموذج (ARDL) إذا وقع المنحنى البياني لاختبارات (CUSUM) و (CUSUM of Squares) داخل الحدود الحرجة عند مستوى المعنوية 5% وهذا يعني أن المعلمات مستقرة على طول فترة الدراسة، والشكلين أدناه يوضحان نتائج الاختبارين:

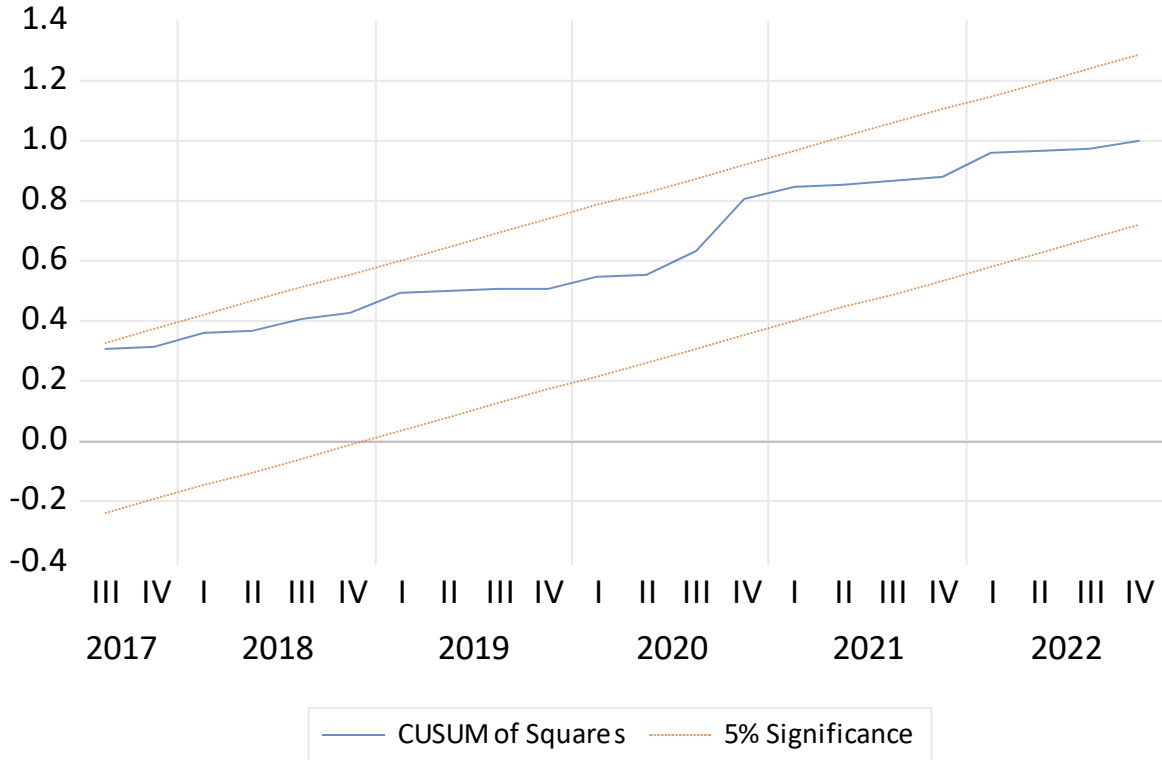
الشكل رقم (6.2): نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM)

¹¹¹علي بوعبد الله، شريف بوقصبة، أثر تقلبات أسعار النفط على النمو الإقتصادي في الأجل الطويل بالجزائر باستخدام مقاربة (ARDL) للفترة (1983-2016)، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 2018.01، ص 128.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

الشكل رقم (7.2): نتائج اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة (CUSUM of Squares)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

من خلال الشكلين رقم (6.2) و(7.2) نلاحظ أن اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعاوذة (CUSUM) بالنسبة لهذا النموذج هو عبارة عن خط وسطي داخل حدود المنطقة الحرجة مشيراً إلى استقرار النموذج عند حدود معنوية 5%، نفس الملاحظة بالنسبة لاختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاوذة (CUSUM of Squares) فهو كذلك عبارة عن خط وسطي يقع داخل حدود المنطقة الحرجة، وعليه يمكن القول من خلال هذه الاختبارين أن هناك استقراراً وانسجاماً في النموذج بين نتائج الأمد الطويل ونتائج الأمد القصير.

خلاصة الفصل:

لقد قمنا بتخصيص هذا الفصل لتناول الجانب التطبيقي للدراسة، وذلك من خلال محاولة إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، حيث عرض المبحث الأول الطريقة والأدوات المستخدمة في دراستنا.

أما بالنسبة للمبحث الثاني تضمن كل من تحليل تطور متغيرات الدراسة خلال الفترة الممتدة من الثلاثي الأول 2012 إلى غاية الثلاثي الرابع 2022، وقياس انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال فترة الدراسة وفي بحثنا عن النموذج الأمثل لهذه العلاقة تم تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد أولاً ونتيجة ضعف القوة التفسيرية لهذا النموذج وبالإضافة إلى أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة كانت مستقرة عند الفرق الأول وجدنا أن النموذج الأمثل لدراستنا هو نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة $ARDL$. وعليه يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها من الدراسة التطبيقية كما يلي:

- ✓ تشير نتائج اختبار الحدود إلى وجود علاقة توازنية تكاملية منطقية في الأجل الطويل بين معدل دوران الأسهم ومؤشري صناديق الاستثمار.
- ✓ يؤثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن ب 6 ثلاثيات بمعنى سنة ونصف بشكل إيجابي على معدل دوران الأسهم $TRATIO$ ، بينما إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن ب 7 ثلاثيات له تأثير سلبي على معدل دوران الأسهم $TRATIO$.
- ✓ يؤثر عدد صناديق الاستثمار NF المبطن ب 4 ثلاثيات بمعنى سنة بشكل سلبي على دوران الأسهم $TRATIO$.
- ✓ يؤثر كل من إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن ب 6 ثلاثيات وعدد صناديق الاستثمار المبطن ب 3 ثلاثيات على معدل دوران الأسهم $TRATIO$ بشكل إيجابي في الأجل القصير.

خاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة معرفة كيفية انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم، ولهذا تطلب الأمر تقسيم الدراسة إلى فصلين، ففي الفصل الأول تم التعرف على الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية وسيولتها، وكذلك الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار بالإضافة إلى أننا تطرقنا إلى الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، بينما في الفصل الثاني تمثل في صياغة النموذج الأمثل الذي يقيس لنا انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثالثي الرابع 2022)، وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

أولاً: نتائج الدراسة

- تعمل صناديق الاستثمار على تنشيط وزيادة حركة التداول في سوق الأوراق المالية.
- باستخدام اختبارات جذر الوحدة (ADF) و (PP) تم توصل إلى أن معظم السلاسل الزمنية للمتغيرات الدراسية تحتوي على جذر الوحدة وهذا يعني أنها غير مستقرة عند المستوى الأصلي $I(0)$ ، إلا أنه بعد أخذ الفرق الأول $I(1)$ أصبحت مستقرة.
- يتضح من اختبار المعنوية الكلية للنموذج ARDL أنه معنوي، كما له قوة تفسيرية عالية قدرة ب 73.62%.
- أظهرت نتائج اختبار الحدود إلى وجود علاقة توازنية تكاملية منطقية في الأجل الطويل بين معدل دوران الأسهم TRATIO والمتغيرات المستقلة.
- أن نموذج تصحيح الخطأ مقبول إحصائياً وذلك على أساس معنوية وسلبية معامل تصحيح الخطأ وهذا ما يؤكد لنا نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds test) أي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات قيد الدراسة.
- يؤثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن ب 6 ثلاثيات بمعنى سنة ونصف بشكل إيجابي على معدل دوران الأسهم TRATIO، بينما إجمالي أصول صناديق الاستثمار TA المبطن ب 7 ثلاثيات له تأثير سلبي على معدل دوران الأسهم TRATIO.
- يؤثر عدد صناديق الاستثمار NF المبطن ب 4 ثلاثيات بمعنى سنة بشكل سلبي على معدل دوران الأسهم TRATIO.

ثانياً: اختبار الفرضيات

1. بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في "تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط وزيادة سيولة سوق الأوراق المالية باعتبارها أحد العوامل الرئيسية فيه"، تم إثباتها من خلال أن صناديق الاستثمار تؤدي دورين مهمين في سوق الأوراق المالية وهما تنشيط وزيادة حركة التداول (زيادة السيولة) وهذا من خلال جمع الأموال من الأفراد المدخرين والمستثمرين وكذلك الشركات في مقابل تسليمهم وثائق استثمار في الصندوق وهو بدوره يقوم بتكوين تشكيلات من الأوراق المالية بالأموال المجمع ليتم تداولها في السوق، ومنه نقبل الفرضية.

2. بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في "يؤثر عدد صناديق الاستثمار وإجمالي أصول صناديق الاستثمار على مؤشر سيولة سوق الأسهم الكويتي في الأجل القصير بشكل إيجابي خلال فترة الدراسة"، تم إثباتها من خلال نتائج تقدير معلمات العلاقة قصيرة الأجل حيث أن معلمة عدد صناديق الاستثمار المبטة ب 3 ثلاثيات ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% ولها تأثير إيجابي على معدل دوران الأسهم (مؤشر السيولة) وكذلك بالنسبة للمعلمة إجمالي صناديق الاستثمار المبטة بسنة ونصف، ومنه نقبل الفرضية.
3. بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في "توجد علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشري أداء صناديق الاستثمار ومؤشر سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال فترة الدراسة"، تم إثباتها من خلال اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds test) لعلاقة مؤشري صناديق الاستثمار ومعدل دوران الأسهم (مؤشر السيولة)، ومنه نقبل الفرضية.

ثالثا: الاقتراحات والتوصيات

بناء على ما سبق ذكره نوصي بما يلي:

- حث (كبار وصغار) المستثمرين على التعامل بصناديق الاستثمار بما لها من أهمية بالغة في سوق الأوراق المالية.
- إضفاء المزيد من الشفافية والإفصاح على المعلومات الخاصة بأداء صناديق الاستثمار لزيادة ثقة المستثمرين وبالتالي زيادة الطلب على وحداتها الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.
- تطوير الأسس والقواعد المنظمة لعمل صناديق الاستثمار وهذا من أجل مواكبة التطورات الاقتصادية العالمية.
- تشجيع البنوك العاملة في القطاع المصرفي الكويتي على تأسيس المزيد من صناديق الاستثمار في السنوات القادمة من أجل جذب المزيد من المدخرات غير الفاعلة في الاقتصاد الوطني وهذا لإعادة توظيفها وحماية المستثمرين الأفراد من مخاطر التي يمكن التعرض لها نتيجة تقلبات الحاصلة في سوق الأوراق المالية.

رابعا: آفاق الدراسة

نظرا لعمق هذا الموضوع، يبقى مجال البحث فيه واسعا مستقبلا وهذا ما يفتح آفاقا لدراسات جديدة وعليه نطرح بعض الإشكاليات:

- حوكمة صناديق الاستثمار وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية.
- تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دول عربية رائدة).

قائمة المراجع

باللغة العربية:

الكتب:

- 1- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي، السعودية، 1424هـ.
- 2- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات -، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الجزائر، 2019.
- 3- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر (إدارة مخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 4- دريد كامل آل شبيب، إدارة الإستثمارات (تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية)، جامعة الزيتونة الأردنية.
- 5- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 6- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 7- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون ومزوعون، الأردن، 2010.
- 8- شريط صلاح الدين، أصول صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2019.
- 9- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001.
- 10- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية الأهمية الأهداف السبل مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر، مصر، 2003.
- 11- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية: خلال فترة التحول الإقتصاد السوق، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 12- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية و الأحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

- 13- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2006.
- 14- عصمان جلال عصمان، تقييم أداء صناديق الإستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
- 15- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، كنوز اشبيلية، السعودية، 2005.
- 16- محمد الفاتح المغربي، التمويل والإستثمار في الإسلام، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، 2017.
- 17- محمد بشير علي، القاموس الاقتصادي، الطبعة الأولى، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، 1985.
- الأطروحات والمذكرات:**
- 18- بصيري محفوظ، أثر تحديث بنوك الإستثمار على أداء سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر-3، الجزائر، 2017-2018.
- 19- بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، شهادة الماجستير في علوم التسيير، قسنطينة 2، الجزائر، 2013-2014.
- 20- بلواني عبد المالك، أثر تغيرات أسعار البترول على سياسة الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 1971-2014، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران 2، الجزائر، 2019-2020.
- 21- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة حالة بورصة تونس، شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012.
- 22- بوضياف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، شهادة دكتوراه في مالية البنوك والتأمينات، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2019-2020.
- 23- بوكساني رشيد، موقوفات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006.
- 24- توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشورة، الجامعة الإسلامية- غزة، فلسطين، 2015.

- 25- جهد فيصل جهاد الجليحاي، صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية "دراسة تجريبية المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في العراق للمدة (2000-2017)"، شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء، العراق، 2019.
- 26- حليمة عطية، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية "دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية خلال الفترة (2006-2017)"، شهادة دكتوراه في الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2019-2020.
- 27- حنان شريط، أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الأسهم السعودي)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2021/2022.
- 28- السعيد هتهات، النمذجة القياسية لظاهرة التضخم في الجزائر باستخدام نماذج ARCH في الفترة 1990-2020، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2020-2021.
- 29- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر (3)، الجزائر، 2011-2012.
- 30- عبير عبد الكريم إبراهيم سرور، الإفصاح المحاسبي لصناديق الإستثمار في ضوء حوكمة الشركات-دراسة نظرية ميدانية-، شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة بنها، مصر، 2011.
- 31- عبير عبد النور عبد الرحيم عبد النور، الإفصاح المحاسبي عن الأدوات المالية وأثره في تقليل مخاطر الإستثمار بالصناديق الإستثمارية لترشد القرارات الإستثمارية (دراسة ميدانية على سوق الخرطوم للأوراق المالية)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة النيلين، السودان، 2021.
- 32- عتروس صبرينة، إطار مقترح لتنفيذ دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية دراسة حالة: عينة من صناديق الأسهم السعودية، شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2016-2017.
- 33- علي غازي العساف، تقييم أداء الإستثمار في البنوك التجارية الأردنية خلال الفترة 2005-2012، شهادة الماجستير في التمويل والمصارف، جامعة آل البيت، الأردن، 2013.
- 34- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2015-2016.
- 35- فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2010-2011.
- 36- قروود علي، دور صناديق الاستثمار في الحد من آثار الأزمات النفطية-دراسة تجارب دولية رائدة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أكلي محمد أولحاج البويرة، الجزائر، 2019-2020.

- 37-قصي احمد الشيخه، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي- دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية، شهادة الماجستير في الاقتصاد، سوريا، 2015.
- 38-قط سليم، مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
- 39-مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن(خلال الفترة 1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
- 40-نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2007.
- 41-يعقوب مضوي عبد الرحيم الأمين، محافظ وصناديق الإستثمار وأثرها على الإقتصاد السوداني(دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية)، شهادة الماجستير في الإقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2019.
- المقالات والمدخلات:**
- 42-أحمد عبد الصبور الدجاوي، صناديق الاستثمار (مزاي و مخاطر)، مجلة الندوة للدراسات القانونية، مصر، العدد الثالث، 2015.
- 43-إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، العدد 23، 2011.
- 44-براق محمد، قمان مصطفى، نشنن فتيحة، أداء صناديق الإستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية 23-24 فيفري 2011.
- 45-بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، ملتقى دولي علمي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف 20-21 أكتوبر 2009.
- 46-جلولي نسيمة، مقران محمد، منهجية الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأحد تطبيقات القياس الإقتصادي، الملتقى الوطني الثاني حول تطبيقات القياس الإقتصادي والنمذجة المالية، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت 14 نوفمبر 2019.
- 47-حاتم غائب سعيد، إبراهيم هزاع سليم، أثر صناديق الإستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية، مجلة جامعة تكريت للحقوق، العراق، العدد 03، 2018.

- 48- حاج قويدر قورين، عمر عبو، كمال فسول، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية-، المعيار في الحقوق والعلوم السياسية والإقتصادية مجلة فصلية أكاديمية محكمة مفهرسة، الجزائر، العدد 02، 2019.
- 49- حليلة عطية، عبد الحفيظ خزان، محمد لمن علون، تحليل العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم ومؤشرات نشاط صناديق الاستثمار (دراسة تطبيقية في سوق الأسهم السعودي) خلال الفترة (1996-2017)، مجلة دفاتر بوادكس، الجزائر، العدد 01، 2022.
- 50- دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، دور صناديق الإستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005- 2014)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، الجزائر، العدد 06، 2017.
- 51- راضية بوكرائي، محمد سعدوني، ناصر صلاح الدين غربي، تأثير أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم السعودي (خلال الفترة 1996-2020)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، الجزائر، العدد 01، 2022.
- 52- ربيعة عبو، أثر خطر الصرف على خصائص المحفظة الإستثمارية- بناء محفظة أسهم دولية في سوق السعودية باستخدام البرمجة التريعية-، مجلة الإقتصاد والمالية، الجزائر، العدد 01، 2022.
- 53- سميرة محسن، أثر صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية الأردني خلال الفترة 2005-2014، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، العدد 04، 2017.
- 54- شبلية عائشة، صناديق الإستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، الجزائر 8-9 ديسمبر 2013.
- 55- شحاتة عبد المنطلب حسن احمد، مدى مشروعية التعامل بالأسهم والسندات من منظور الفقه الإسلامي، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات ،مصر، العدد الثاني، 2018.
- 56- عباس فؤاد عباس حسن، أثر تطوير الصناديق الإستثمارية على هيكل الأسواق المالية دراسة حالة المملكة العربية السعودية (1992-2016)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأردن، العدد الأول، 2018.
- 57- عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، العدد 03، 2013.
- 58- عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الإستثمارية- دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الإستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي-، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، العدد 01، 2017.
- 59- عطية حليلة، بن سماعيل حياة، صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية "حالة سوق الأسهم السعودي"، مجلة دفاتر اقتصادية، الجزائر، العدد 01، 2022.

- 60- عطية حليلة، شوارفية محمد الأمين، تقييم أداء صناديق الاستثمار بالأسلوب المزدوج- سوق الأسهم السعودي دراسة حالة - مجلة النمو الإقتصادي وريادة الأعمال مختبر دراسات التنمية المكانية وريادة الأعمال JEGE، الجزائر، العدد 02، 2020.
- 61- عطية حليلة، شوارفية محمد الأمين، عباسية خديجة، دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية- سوق الأسهم السعودي أمودجا خلال الفترة (1996-2017)، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، الجزائر، العدد 01، 2020.
- 62- عطية حليلة، قياس أثر نشاط مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة "سوق الأسهم السعودي أمودجا"، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، العدد 02، 2020.
- 63- علي بوعبد الله، شريف بوقصبة، أثر تقلبات أسعار النفط على النمو الإقتصادي في الأجل الطويل بالجزائر باستخدام مقارنة (ARDL) للفترة (1983-2016)، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 01، 2018.
- 64- كمال كاظم جواد الشمري، جهاد فيصل جهاد الجليحاي، صناديق الاستثمار وانعكاسها على مؤشر القيمة السوقية للأسهم "دراسة تجريبية المملكة العربية السعودية للمدة 2000-2017"، مجلة جامعة بابل للعلوم البحتة والتطبيقية، العراق، العدد 04، 2019.
- 65- كمال كاظم جواد الشمري، جهاد فيصل جهاد الجليحاي، مدى إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في العراق من أجل تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، العدد 62، 2020.
- 66- مصطفى مهدي حسين، مشتاق طالب عبد الحميد، صناديق الإستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق، العدد 49، 2018.
- 67- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر- بسكرة، العدد 07، 2009-2010.
- 68- منير الحكيم، صناديق الاستثمار: عملياتها، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأردن، العدد 01، 2011.
- 69- نور الدين جليد، إبراهيم مزبود، صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دفاتر البحوث العلمية، الجزائر، العدد 03، 2013.
- 70- الهادي عثمان، بدر الزمان خمقاني، دراسة الأهمية النسبية للسمات المؤثرة على أداء صناديق الإستثمار دراسة تطبيقية على 37 صندوق من السوق المالي السعودي (2010-2017)، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 20، 2020.
- 71- وليد هوميل عوجان، صناديق الإستثمار الإسلامية- دراسة وتحليل، مجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، الأردن، العدد 01، 2012.

72-يونس شميسة، بوعبدالله علي، تحديد أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي في الأردن: نموذج قياسية في إطار مقارنة ARDL خلال الفترة (1990-2020)، مجلة أبحاث، الجزائر، العدد الثاني، 2022.

باللغة الأجنبية:

73-Aleksandra Matuszewska-Janica, Dorota Żebrowska-Suchodolska, Long-Term Relationships Between Mutual Funds and Equity Market, South East European Journal of Economics and Business, Warsaw, No01,2022.

74-Aleksandra Matuszewska-Janica, Grzegorz Mentel, Dorota Żebrowska-Suchodolska, Evaluation of Short-Term Relationships between Selected Investment Funds and the Capital Market in Poland, Acta Polytechnica Hungarica, Hungary, No05,2019.

75-Ariwa, F. O, Ani, O. I, Onyele, K. O, Ekeleme, I. J, & Okwuchukwu, O, Impact of Stock Market Liquidity and Efficiency on Performance of the Manufacturing Sector in Nigeria (1985-2014), International Journal of Economics and Financial Management , Nigeria , No 01, 2017.

76-Fiza Qureshi, Saba Qureshi, Sobia Shah, Do Mutual Fund Flows Influence Stock Market Volatility? Further Evidence from Emerging Market, Romanian Journal of Economic Forecasting, Romanian, No03,2021.

77-Jaebom Kim, Jung-Min Kim, Stock returns and mutual fund flows in the korean financial markets: a system approach, APPLIED ECONOMICS, South Korea, No33,2020.

78-Kemboi, J. K, & Tarus, D. K, Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya, Research Journal of Finance and Accounting, kenya , No05, 2012.

79-Pardeep Kumar, Charu Saxena, Anjani Kumar Gupta, A STUDY ON RELATIONSHIP BETWEEN STOCK MARKET RETURNS & MUTUAL FUND FLOWS, Journal of Commerce & Accounting Research, India, No01,2020.

80-Sasipa Pojanavatee, Cointegration and causality analysis of dynamic linkage between stock market and equity mutual funds in Australia, Cogent Economics & Finance, England, No02,2014.

81-Sasipa Pojanavatee, The price linkage between stock market and equity mutual funds of Thailand, The Macrotheme Review, Monaco, No02,2013.

مواقع إنترنت:

82- <https://www.boursakuwait.com.kw/api/documents/boursa/1608708538012.pdf>, 25/04/2023, 17:46

83-<https://reports.boursakuwait.com.kw/ar/products-and-services/historical-data/reports/market-summary>, 03/05/2023,10:02

84-<https://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/dynamic-statistical-releases/quarterly.03/05/2023.11:52>

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): متغيرات الدراسة

TA	NF	Tratio	الثلاثي	السنوات
19 086,5	95	10,55	S1	2012
18 119,7	95	6,13	S2	
18 525,1	94	4,19	S3	
18 028,6	94	6,31	S4	
18 166,9	93	8,22	S1	2013
18 904,6	93	16,33	S2	
19 420,6	93	6,90	S3	
19 107,5	93	5,50	S4	
20 121,5	93	6,09	S1	2014
20 219,9	92	4,86	S2	
21 018,8	92	3,93	S3	
19 724,3	89	4,92	S4	
19 641,6	87	4,66	S1	2015
19 647,3	86	3,76	S2	
19 236,0	86	2,86	S3	
19 204,4	85	2,96	S4	
18 762,5	82	3,39	S1	2016
18 602,2	82	3,08	S2	
18 510,3	78	1,56	S3	
18 820,7	78	3,43	S4	
19 561,6	74	9,43	S1	2017
19 171,2	70	3,50	S2	
19 523,4	69	3,49	S3	
19 691,2	68	3,56	S4	
19 568,5	68	2,66	S1	2018
19 110,4	68	2,51	S2	
19 542,1	68	5,24	S3	
20 627,1	66	4,07	S4	
17 967,4	62	5,87	S1	2019

22 035,2	62	5,96	S2	2020
22 028,1	62	6,86	S3	
22 346,5	62	5,23	S4	
20 321,5	59	8,66	S1	
21 083,0	58	6,29	S2	
21 747,4	58	7,26	S3	
21 951,5	58	13,16	S4	2021
22 200,6	56	7,69	S1	
23 627,3	56	10,43	S2	
24 322,3	53	7,53	S3	
24 728,1	47	9,98	S4	2022
26 876,6	43	8,64	S1	
25 580,3	43	9,70	S2	
24 648,9	43	6,80	S3	
24 001,8	41	6,92	S4	

الملحق رقم (02): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع ADF

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)

Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>		
		TRATIO	TA	NF
With Constant	t-Statistic	-2.6576	-1.2459	1.1594
	Prob.	0.0900	0.6458	0.9974
		*	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.2408	-2.7946	-2.3756
	Prob.	0.0087	0.2070	0.3865
		***	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-1.0136	1.0926	-4.5570
	Prob.	0.2744	0.9259	0.0000
		n0	n0	***
		<u>At First Difference</u>		
		d(TRATIO)	d(TA)	d(NF)
With Constant	t-Statistic	-9.7407	-9.0315	-5.3616
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0001
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-9.6232	-8.9460	-5.5123
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0003
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-9.8646	-8.9137	-3.6695
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0005
		***	***	***

Notes:

a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant

b: Lag Length based on SIC

c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

الملحق رقم (03): نتائج اختبار فليب بيرون PP

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)

Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>		
		TRATIO	TA	NF
With Constant	t-Statistic	-4.0881	-0.9952	1.3820
	Prob.	0.0026 ***	0.7467 n0	0.9987 n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.2445	-2.6573	-2.3911
	Prob.	0.0086 ***	0.2586 n0	0.3788 n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-1.4864	1.2185	-4.1097
	Prob.	0.1267 n0	0.9406 n0	0.0001 ***
		<u>At First Difference</u>		
		d(TRATIO)	d(TA)	d(NF)
With Constant	t-Statistic	-18.7294	-9.4890	-5.2713
	Prob.	0.0001 ***	0.0000 ***	0.0001 ***
With Constant & Trend	t-Statistic	-24.3128	-9.9369	-5.5222
	Prob.	0.0000 ***	0.0000 ***	0.0002 ***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-19.2116	-8.9255	-3.5936
	Prob.	0.0000 ***	0.0000 ***	0.0006 ***

Notes:

a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant

b: Lag Length based on SIC

c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

الملحق رقم (04): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.702352	Prob. F(2,20)	0.5072
Obs*R-squared	2.428162	Prob. Chi-Square(2)	0.2970

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: ARDL

Date: 05/16/23 Time: 12:13

Sample (adjusted): 2013Q4 2022Q4

Included observations: 37 after adjustments

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

TRATIO(-1)	-0.003681	0.268424	-0.013715	0.9892
TRATIO(-2)	0.076237	0.142629	0.534511	0.5989
TA	-8.25E-05	0.000359	-0.229529	0.8208
TA(-1)	0.000111	0.000447	0.248436	0.8063
TA(-2)	-0.000116	0.000404	-0.286539	0.7774
TA(-3)	-4.36E-05	0.000400	-0.108966	0.9143
TA(-4)	1.74E-05	0.000434	0.040088	0.9684
TA(-5)	0.000105	0.000427	0.246766	0.8076
TA(-6)	3.33E-05	0.000399	0.083437	0.9343
TA(-7)	-4.32E-05	0.000377	-0.114609	0.9099
NF	0.051056	0.236792	0.215616	0.8315
NF(-1)	-0.165655	0.380816	-0.434999	0.6682
NF(-2)	0.132993	0.357603	0.371903	0.7139
NF(-3)	-0.002405	0.346070	-0.006949	0.9945
NF(-4)	-0.016559	0.240007	-0.068992	0.9457
RESID(-1)	0.021270	0.361853	0.058780	0.9537
RESID(-2)	-0.334107	0.282115	-1.184295	0.2502
R-squared	0.065617	Mean dependent var	0.004103	
Adjusted R-squared	-0.681889	S.D. dependent var	1.364439	
S.E. of regression	1.769509	Akaike info criterion	4.283015	
Sum squared resid	62.62327	Schwarz criterion	5.023167	
Log likelihood	-62.23578	Hannan-Quinn criter.	4.543953	
Durbin-Watson stat	1.871415			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

الملحق رقم (05): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.281907	Prob. F(1,34)	0.5989
Obs*R-squared	0.296035	Prob. Chi-Square(1)	0.5864

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/16/23 Time: 12:27

Sample (adjusted): 2014Q1 2022Q4

Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.026923	0.667596	3.036154	0.0046
RESID^2(-1)	-0.090430	0.170318	-0.530949	0.5989

R-squared	0.008223	Mean dependent var	1.860817
Adjusted R-squared	-0.020947	S.D. dependent var	3.502038
S.E. of regression	3.538526	Akaike info criterion	5.419250
Sum squared resid	425.7197	Schwarz criterion	5.507224
Log likelihood	-95.54651	Hannan-Quinn criter.	5.449955
F-statistic	0.281907	Durbin-Watson stat	1.955235
Prob(F-statistic)	0.598906		

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

الفهرس

الإهداء	III
شكر وتقدير	V
ملخص	VI
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال	IX
قائمة الاختصارات والرموز	X
قائمة الملاحق	XI
مقدمة	أ
الفصل الأول: التأسيس النظري لسوق الأوراق المالية وسيولتها وصناديق الاستثمار	1
تمهيد	2
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية وسيولتها	3
المطلب الأول: المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية	3
الفرع الأول: ماهية سوق الأوراق المالية	3
الفرع الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية	6
المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية	7
الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم)	7
الفرع الثاني: أدوات المديونية (السندات)	10
الفرع الثالث: المشتقات المالية	12
المطلب الثالث: سيولة سوق الأوراق المالية	14
الفرع الأول: مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها	14
الفرع الثاني: شروط زيادة سيولة سوق الأوراق المالية	15
الفرع الثالث: الأساليب المساعدة في تحقيق السيولة للأوراق المالية	16
المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار	16
المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار	17
الفرع الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار	17
الفرع الثاني: أهمية و أهداف صناديق الاستثمار	20
الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار	21
الفرع الرابع: مزايا وعيوب صناديق الاستثمار وأهم مخاطر الاستثمار فيها	26
المطلب الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار	30

30	الفرع الأول: آليات تشكيل وعمل صناديق الاستثمار
34	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار
34	الفرع الثالث: عمليات صناديق الاستثمار وسياساتها
36	الفرع الرابع: محافظ صناديق الاستثمار
37	المطلب الثالث: قياس أداء صناديق الاستثمار
37	الفرع الأول: أهمية قياس أداء صناديق الاستثمار
38	الفرع الثاني: أساليب قياس أداء صناديق الاستثمار
42	الفرع الثالث: جوانب أخرى في قياس أداء صناديق الاستثمار
43	المطلب الرابع: العلاقة بين سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار
44	المبحث الثالث: مراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة
44	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة التي تم تطبيقها بأسواق الأوراق المالية العربية
49	المطلب الثاني: عرض الدراسات السابقة التي تم تطبيقها بأسواق الأوراق المالية الأجنبية
53	المطلب الثالث: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها
57	خلاصة الفصل
58	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لانعكاسات أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي
59	تمهيد
60	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة لدراسة انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي
60	المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة
60	الفرع الأول: مجتمع الدراسة وعينتها
61	الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة
61	المطلب الثاني: الأدوات التي استخدمتها الدراسة
62	الفرع الأول: مصادر جمع بيانات الدراسة
62	الفرع الثاني: الأدوات والأساليب الإحصائية المستخدمة
	المبحث الثاني: قياس انعكاس أداء صناديق الاستثمار على سيولة سوق الأسهم الكويتي خلال الفترة (الثلاثي الأول
63	2012- الثالثي الرابع 2022)
64	المطلب الأول: تحليل تطور متغيرات الدراسة خلال الفترة (الثلاثي الأول 2012- الثالثي الرابع 2022)
67	المطلب الثاني: البحث عن النموذج
	الفرع الأول: تقدير علاقة الانحدار الخطي المتعدد بين معدل دوران الأسهم وكل من إجمالي أصول صناديق الاستثمار وعدد صناديق
68	الاستثمار
68	الفرع الثاني: الدراسة الإحصائية للنموذج
69	المطلب الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
69	الفرع الأول: اختبار استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة (اختبارات جذر الوحدة)
71	الفرع الثاني: تقدير نموذج الدراسة باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL وتحديد فترات الإبطاء المتلى
74	الفرع الثالث: اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds test)
75	الفرع الرابع: تقدير نموذج تصحيح الخطأ وعلاقة التكامل المشترك في الأجلين القصير والطويل

77.....	الفرع الخامس: نتائج اختبار جودة وصلاحيّة النموذج.....
82	خلاصة الفصل.....
83	خاتمة.....
86	قائمة المراجع.....
95	قائمة الملاحق.....
96.....	الملحق رقم (01): متغيرات الدراسة.....
97.....	الملحق رقم (02): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع ADF.....
98.....	الملحق رقم (03): نتائج اختبار فليب بيرون PP.....
98.....	الملحق رقم (04): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء.....
99.....	الملحق رقم (05): نتائج اختبار عدم ثبات التباين.....
100.....	الفهرس.....

